



TESOURO NACIONAL

2021 RAD

Divulgado em
26/01/2022

Relatório Anual da Dívida Pública Federal

Ministério da Economia
Secretaria Especial do Tesouro e Orçamento
Secretaria do Tesouro Nacional

Skyline da Cidade de São Paulo

Ministro da Economia

Paulo Roberto Nunes Guedes

Secretário Executivo do Ministério da Economia

Marcelo Pacheco dos Guaranys

Secretário Especial do Tesouro e Orçamento

Esteves Pedro Colnago Junior

Secretário Especial adjunto do Tesouro e Orçamento

Julio Alexandre Menezes da Silva

Secretário do Tesouro Nacional

Paulo Fontoura Valle

Secretária Adjunta do Tesouro Nacional

Janete Duarte Mol

Subsecretário(a)s

Adriano Pereira de Paula

Heriberto Henrique Vilela do Nascimento

Otavio Ladeira de Medeiros

David Rebelo Athayde

Pricilla Maria Santana

Waldeir Machado da Silva

Paula Bicudo de Castro Magalhaes

Subsecretário da Dívida Pública

Otavio Ladeira de Medeiros

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

Alison de Oliveira Barcelos

Amanda Giordani Pereira

Ana Carolina Kanemaru Fetter

André Duarte Veras

Andresa Costa Biason

Cinthia de Fátima Rocha

Claudio Araujo de Freitas Gago

Daniel Cardoso Leal

Daniel Mário Alves de Paula

Diogo Martins Esteves

Diogo Osti Coscrato

Emerson Luiz Gazzoli

Fabio dos Santos Barbosa

Fabrício Merola Leão Lima

Felipe de Souza Ferreira Lobo

Felipe Duarte Gonçalves dos Santos

Felipe Marinho da Rocha

Flavia Fontoura Valle May

Gian Barbosa da Silva

Giovana Leivas Craveiro

Guilherme Barbosa Pelegrini

Gustavo Matte Russomanno

Gustavo Miguel Nogueira Fleury

Helio Henrique Fonseca Miranda

Josiane Kuhn da Silva Almeida

Juan Guillermo Valdivia Murillo

Julia Cavalcante Fontes

Leandro Cesar Porrua

Leandro de Lima Galvão

Leandro Pereiria Monteiro

Leonardo Martins Canuto Rocha

Livia Farias Ferreira de Oliveira

Luiz Fernando Alves*

Luiz Paulo da Silva Lima

Marcelo Rodrigues Calil

Marcia Fernanda de Oliveira Tapajos

Marcio Rodrigo Vieira de Araujo

Mariana de Lourdes Moreira Lopes Leal

Mariana Padrao de Lamonica Freire

Nucilene Lima de Freitas França

Paulo de Oliveira Leitao Neto

Paulo Ernesto Monteiro Gomes

Paulo Guerra Teixeira Júnior

Paulo Moreira Marques*

Pedro Erik Arruda Carneiro

Petrônio de Oliveira Castanheira

Plínio Portela de Oliveira

Poliana de Carvalho Pereira

Rafael Mesquita Camargo

Ricardo Machado Miranda Filho

Rodrigo Sampaio Marques

Rosa Isabel Cavalcanti

Ruth Lacerda Benfica

Thiago Dantas Bhering Dominoni*

Victor Valdivino Caetano de Almeida

Vinicius Pinto de Menezes

* **Coordenação Técnica**

Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2021.

1/Ministério da Economia, Secretaria Especial de Tesouro e Orçamento, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2021, número 19.

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**Disponível em:** 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: 26/01/2022

Sumário

	Mensagem do Tesouro Nacional	4
1	Contexto Macroeconômico e Financeiro em 2021	5
	1.1 Contexto Macroeconômico	5
	1.2 Mercado Financeiro em 2021	6
2	Estratégia de Financiamento em 2021	8
	2.1 Necessidade de financiamento	8
	2.2 Execução da estratégia	10
	<i>Dívida Interna</i>	10
	<i>Dívida Externa</i>	12
3	Resultados Alcançados	14
	3.1 Indicadores da DPF e Gestão de Riscos	14
	<i>Revisão do PAF 2021 e Resultados</i>	14
	<i>Estoque</i>	16
	<i>Composição da DPF e risco de mercado</i>	16
	<i>Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento</i>	17
	<i>Custo da Dívida Pública</i>	19
	3.2 Base de Investidores	20
	3.3 Tesouro Direto	21
	3.4 Sistema de Dealers e Mercado Secundário de Títulos	22
4	Garantias	24
5	Conclusão	26

Esta edição do Relatório Anual da Dívida (RAD) traz os resultados referentes à Dívida Pública Federal¹ (DPF) em 2021. O documento discorre sobre a evolução da estratégia de financiamento e dos principais indicadores da DPF, tendo em vista as diretrizes e expectativas traçadas no Plano Anual de Financiamento (PAF) desse ano.

Em sua 19^a edição, o RAD é parte do compromisso do Tesouro Nacional de fomentar a transparência por meio da divulgação de diversos documentos, informações e projeções sobre a dívida pública. Nesse sentido, em fevereiro de 2021 iniciou-se a divulgação da reserva de liquidez (ou colchão) da dívida pública, em seu Relatório Mensal da Dívida (RMD). A reserva de liquidez constitui importante instrumento para mitigação de riscos da DPF.

Em 2021, a gestão da DPF foi caracterizada por dois momentos distintos. Após publicação do PAF, em janeiro, observou-se ao longo do primeiro semestre relevante redução da volatilidade nos mercados doméstico e internacional, principalmente ao comparar com o cenário esperado para o ano. Tal redução permitiu ao Tesouro uma maior colocação de títulos com prazos mais longos, incluindo os prefixados e os remunerados por índice de preços, diante da previsão inicial. Como resultado, houve redução do risco de refinanciamento e melhora na composição do estoque da dívida e sua estrutura de vencimentos. Diante desse melhor perfil de emissões, em maio o Tesouro anunciou a revisão dos limites de referência definidos inicialmente no PAF.

Já no segundo semestre, a maior aversão ao risco no cenário internacional e as incertezas sobre questões fiscais no cenário doméstico influenciaram no perfil de colocações no mercado. A participação das emissões de títulos com juros flutuantes aumentou, enquanto se reduzia a emissão de títulos prefixados, principalmente os de prazo mais curto. Como resultado, a proporção de prefixados e o percentual vencendo em 12 meses da DPF ficaram abaixo das expectativas do PAF, mesmo considerando-se as referências divulgadas em maio. Embora abaixo dos limites do PAF, esse resultado deve ser visto como positivo, pois se refletiu em um menor risco de refinanciamento, derivado da menor concentração de dívida no curto prazo.

Ao longo do ano, o Tesouro Nacional foi bem-sucedido em reforçar a reserva de liquidez (ou colchão) da dívida pública e, assim, já inicia 2022 com disponibilidades em caixa para honrar o equivalente a cerca de 9 meses de vencimentos da dívida interna. Além disso, a DPF manteve algumas características importantes consolidadas nos últimos anos, como a pequena parcela de dívida externa e a sua base diversificada de investidores. Esses elementos corroboram a capacidade do Tesouro de se adaptar às condições de mercado e gerir bem o balanço de riscos da DPF.

Contudo, a continuidade da melhora dos indicadores da DPF que reflitam um aprimoramento da relação custo e risco e a própria redução do nível de endividamento público passam, necessariamente, pela consolidação fiscal e pela continuidade da agenda de reformas estruturais que beneficiem o crescimento econômico e, conseqüentemente, criem condições macroeconômicas mais favoráveis à sustentabilidade fiscal.

¹ A Dívida Pública Federal (DPF) corresponde à soma da Dívida Pública Mobiliária Federal interna – DPMFi – com a Dívida Pública Federal externa – DPFe, sendo esta última subdividida em mobiliária e contratual. As estatísticas apresentadas ao longo deste documento referem-se exclusivamente à dívida em poder do público, não sendo considerada a parcela da DPMFi em poder do Banco Central. Informações sobre esta dívida estão disponíveis nos anexos dos Relatórios Mensais da DPF em www.gov.br/tesouronacional, Relatório Mensal da Dívida Pública (RMD).



Mensagem do Tesouro Nacional

1 Contexto Macroeconômico e Financeiro em 2021

1.1 Contexto Macroeconômico

Os primeiros meses de 2021 foram marcados pela segunda onda de COVID, com efeitos nas principais economias avançadas, incluindo a retomada de medidas para distanciamento social. Contudo, ao longo do primeiro semestre, o arrefecimento da pandemia e o avanço da vacinação favoreceram a recuperação global de atividade, contando ainda com a manutenção dos estímulos monetários nas grandes economias e novo estímulo fiscal nos EUA.

Já o 2º semestre, principalmente, foi marcado pela redução gradual desses estímulos, uma vez que a retomada da atividade global veio acompanhada de pressão inflacionária mundial, fazendo com que os principais bancos centrais já sinalizassem mudanças nas suas políticas. O FED, por exemplo, apesar de não ter aumentado a taxa básica de juros, iniciou a redução do seu programa de recompra de ativos. Na mesma linha, os bancos centrais das economias emergentes, incluindo o Brasil, iniciaram ciclo monetário contracionista, por meio da elevação dos juros.

No Brasil, os primeiros meses do ano foram marcados também pelo avanço da segunda onda de COVID-19. A vacinação ainda se iniciava e houve a decretação de novos *lockdowns* em algumas localidades. Já a partir do 2º trimestre, formou-se uma perspectiva de um quadro mais benigno para a pandemia no Brasil, delineando-se o avanço da vacinação com queda no número de novos casos diários.

Nesse contexto, a atividade econômica teve bom desempenho nos primeiros meses do ano e o PIB registrou crescimento de 1,3%, no 1º trimestre, mesmo em um período de crise sanitária mais intensa. Contudo, esse ritmo de melhora não se sustentou nos períodos seguintes. Houve retração do PIB no 2º e 3º trimestres. A atividade mais fraca ao longo do ano resultou em recuperação lenta do mercado de trabalho, com taxas de desemprego em patamares ainda elevados ao final de 2021.

No campo monetário, as expectativas passaram a apontar para inflação acima da meta em 2021, com sucessivas revisões para cima ao longo do ano. A inflação seguiu surpreendendo desde o último trimestre de 2020, apesar da expressiva capacidade ociosa da atividade econômica. Com diversos choques de oferta, alguns fatores se destacam para explicar essa dinâmica de preços, como pressões sobre preços de alimentos, combustíveis e, especialmente, tarifas de eletricidade. Por sua vez, estes fatores foram influenciados por variáveis como a taxa de câmbio desvalorizada, aumento dos preços de *commodities* e condições climáticas adversas. Destacou-se também a alta dos preços dos serviços, refletindo a gradual normalização do setor.

O Comitê de Política Monetária (Copom), então, iniciou um ciclo de aumento da taxa de juros Selic para conter as pressões inflacionárias. De fato, já na reunião de março, mesmo com o agravamento da pandemia, o Copom ini-

ciou a redução de estímulos extraordinários implantados em 2020. Ao longo do ano, observou-se ainda a elevação dos riscos fiscais, o que pressionou o prêmio de risco do país e a taxa de câmbio. Assim, o balanço de riscos levou à intensificação do processo de aperto monetário. Ao final de 2021, a taxa de juros Selic atingiu 9,25% ao ano.

No âmbito fiscal, diante do agravamento da pandemia no primeiro trimestre, fez-se necessário o retorno de medidas de suporte ao emprego, à renda e ao crédito. Neste sentido, foi autorizada em março a reinstituição do benefício emergencial, por meio da EC 109/2021, que, em contrapartida, estabeleceu gatilhos para contenção de despesas obrigatórias da União, estados e municípios, e incluiu a sustentabilidade da dívida pública como critério norteador da política fiscal, a ser regulamentado por Lei Complementar.

Em abril, foi aprovada a Lei nº 14.143/2021, que modificou a LDO 2021, excepcionalizando às regras fiscais, em 2021, as despesas em saúde para combate ao COVID-19, bem como aquelas decorrentes da continuidade do Pronampe e do BEm. O total de créditos extraordinários referentes a essas despesas excepcionalizadas foi de R\$ 84,5 bilhões, conforme o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas do 5º bimestre de 2021.

Ao final de novembro, esse relatório consolidou a percepção de que a arrecadação surpreendeu positivamente face às expectativas, o que repercutiu favoravelmente nas projeções de resultado primário e da dívida pública para o ano. A projeção de déficit primário¹ para o Governo Central passou de R\$ 226,2 bilhões no primeiro relatório publicado em março para R\$ 95,8 bilhões no relatório do 5º bimestre.

Contudo, ao longo do segundo semestre se verificou o aumento dos riscos fiscais e das incertezas políticas, com a percepção de que o quadro de consolidação fiscal no médio prazo ficou ainda mais desafiador. Em particular, houve a necessidade de acomodar às regras fiscais o crescimento expressivo da previsão de despesas com sentenças judiciais e precatórios para 2022 e

a ampliação do programa de transferência de renda. As Emendas Constitucionais 113/2021 e 114/2021 (originárias da PEC 23/2021) definiram a revisão da indexação do teto de gastos, sincronizando-a com o reajuste de despesas indexadas ao INPC (fundamentalmente as previdenciárias, bastante sensíveis ao reajuste do salário mínimo), e limitação das despesas com sentenças e precatórios em cada ano ao montante pago em 2016, reajustado pelo IPCA.

A conjuntura econômica caracterizada por inflação acima da meta, ciclo de aumento da taxa de juros de curto prazo e aperto das condições financeiras, em um ambiente marcado ainda pelo aumento dos riscos fiscais, trouxe um desafio adicional à recuperação da atividade econômica. Esse contexto, evidenciado no segundo semestre, teve influência na dinâmica dos mercados financeiros, como veremos a seguir, que se mostrou volátil, afetando negativamente o perfil de emissões do Tesouro na comparação com as colocações ao longo do primeiro semestre.

1.2 Mercado Financeiro em 2021

Em 2021, mesmo na presença de incertezas, como a mudança de postura dos bancos centrais diante da inflação global e a continuidade da pandemia, o quadro revelou-se menos volátil para as economias emergentes quando comparado com as dificuldades enfrentadas ao longo de 2020 com o início da pandemia. Esse cenário, principalmente no primeiro semestre de 2021, mostrou-se mais favorável aos leilões do Tesouro Nacional em relação às atuações de 2020.

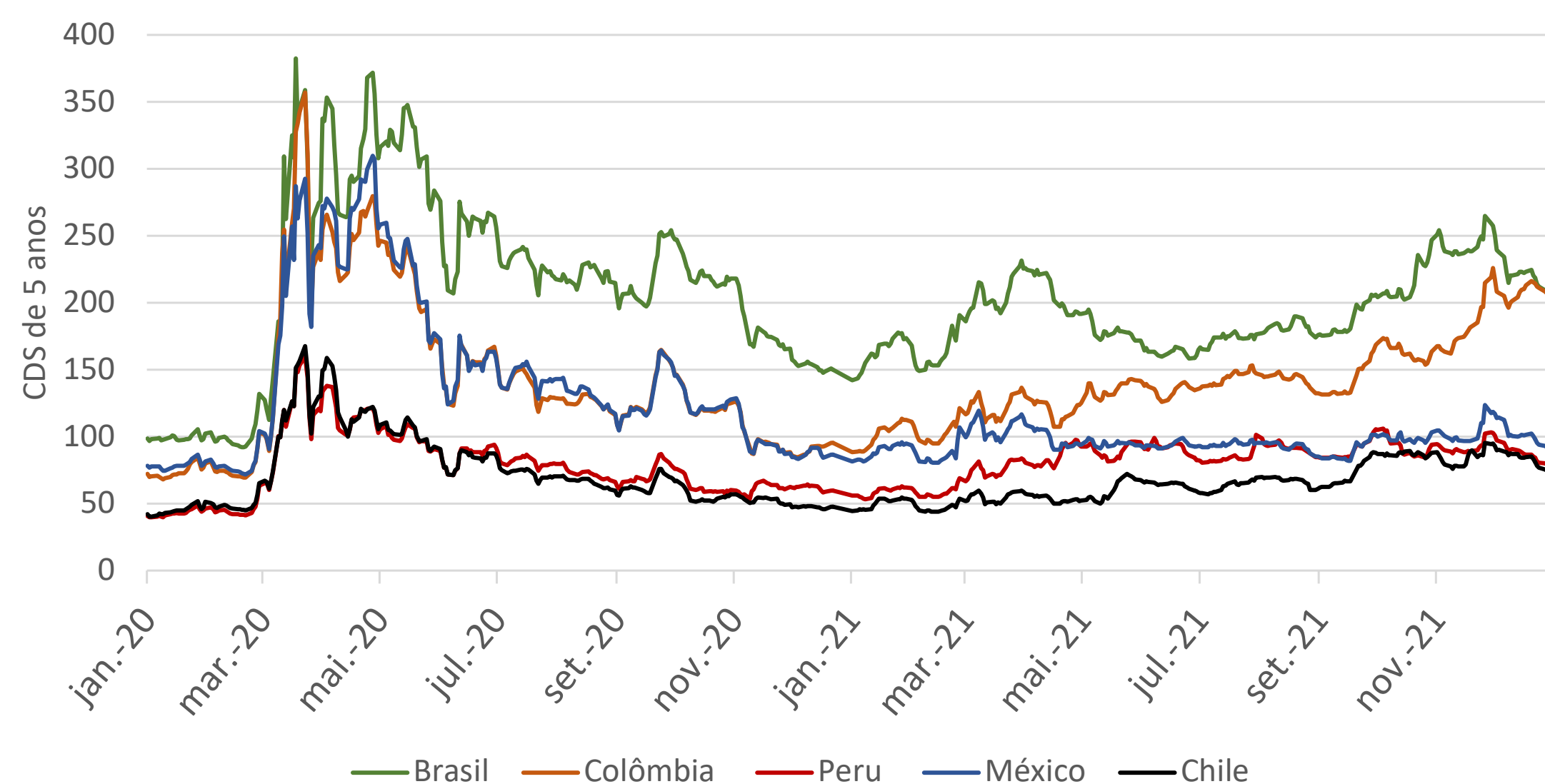
Já no segundo semestre de 2021, preocupações quanto ao panorama fiscal de países, como Brasil e Colômbia, acentuaram a percepção de risco com relação a outros países emergentes da região que também sofreram com as incertezas globais advindas da pandemia. Nesse novo ambiente, a demanda do mercado por títulos mais longos do Tesouro Nacional diminuiu, o que impactou o perfil das emissões ao longo do segundo semestre. Na Figura 1, por meio da evolução do *Credit Default Swap*² (CDS – 5 anos), podemos observar

¹ Em 20/12/2021 houve a publicação de versão extemporânea do Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias, em que se estimou o déficit primário para o Governo Central em R\$ 89,8 bilhões frente aos R\$ 95,8 bilhões estimados no relatório do 5º bimestre.

² 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.

as alterações da percepção de risco sobre os países da região que também se refletiram sobre as curvas de juros domésticas.

Figura 1 – Credit Default Swap (CDS) 5 anos – países selecionados



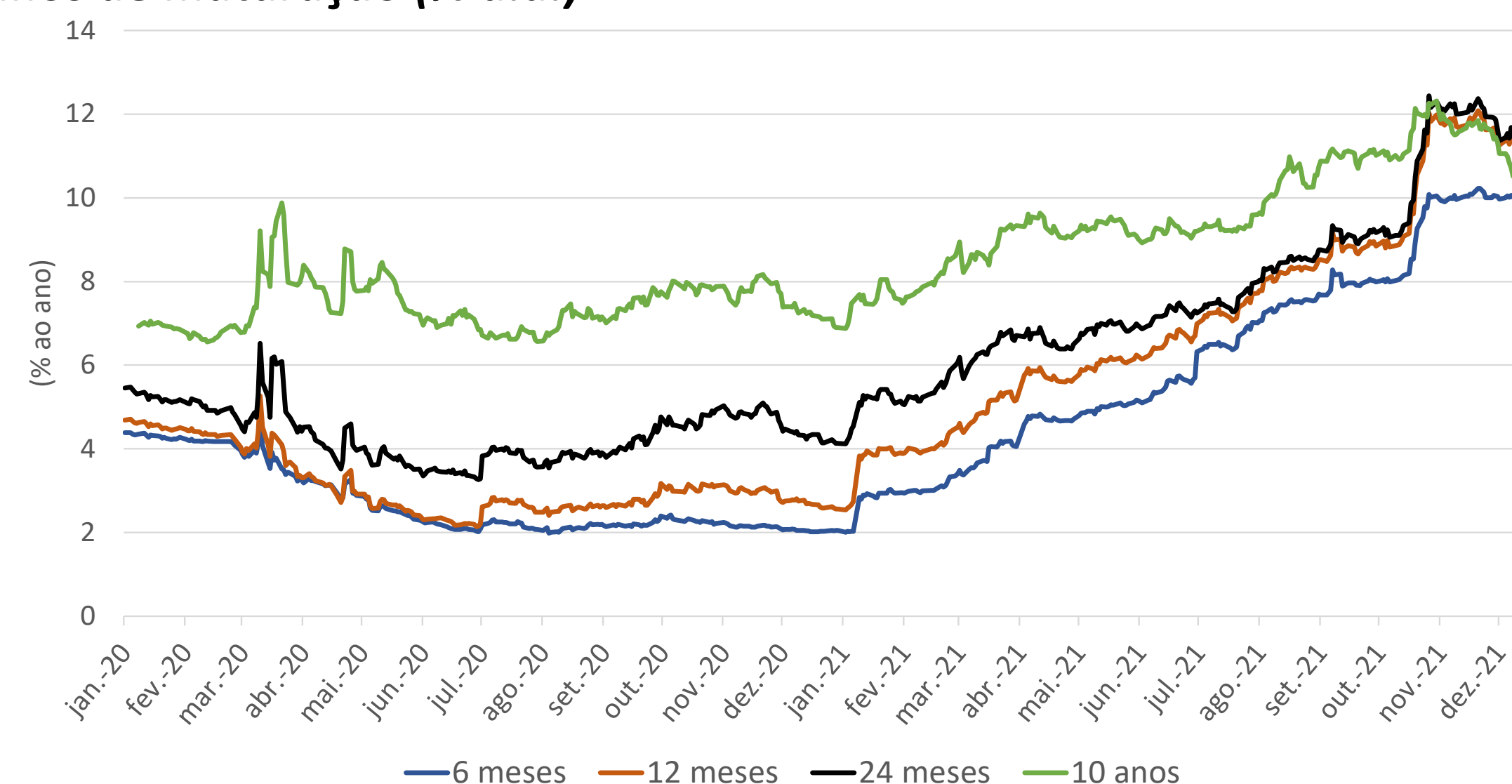
Fonte: Tesouro Nacional

No Brasil, após um período de volatilidade nas taxas de juros de curto prazo ao longo do primeiro semestre de 2020, devido à pandemia, a política monetária expansionista e o cenário de inflação no país mantiveram essas taxas em patamares historicamente baixos até o início de 2021, quando surpresas com os indicadores de inflação começaram a alterar a percepção do mercado com o cenário futuro. Neste primeiro momento, essa mudança levou a um aumento gradual das taxas de curto prazo, influenciado principalmente pelas expectativas com o novo ciclo de política monetária, mais restritiva. A tendência de aumento das taxas de juros nesse período ocorreu em um ambiente com menor volatilidade na comparação com 2020, o que favoreceu, como veremos nas próximas seções, o perfil de financiamento do Tesouro. Na Figura 2, podemos observar a evolução das taxas de juros dos títulos de referência para os prazos de maturação de 6, 12, 24 meses e 10 anos.

As taxas de longo prazo, por sua vez, mais sensíveis às mudanças de percepção de risco quanto à sustentabilidade fiscal do soberano, foram impactadas pelos efeitos da pandemia no primeiro semestre e, de forma mais acentuada,

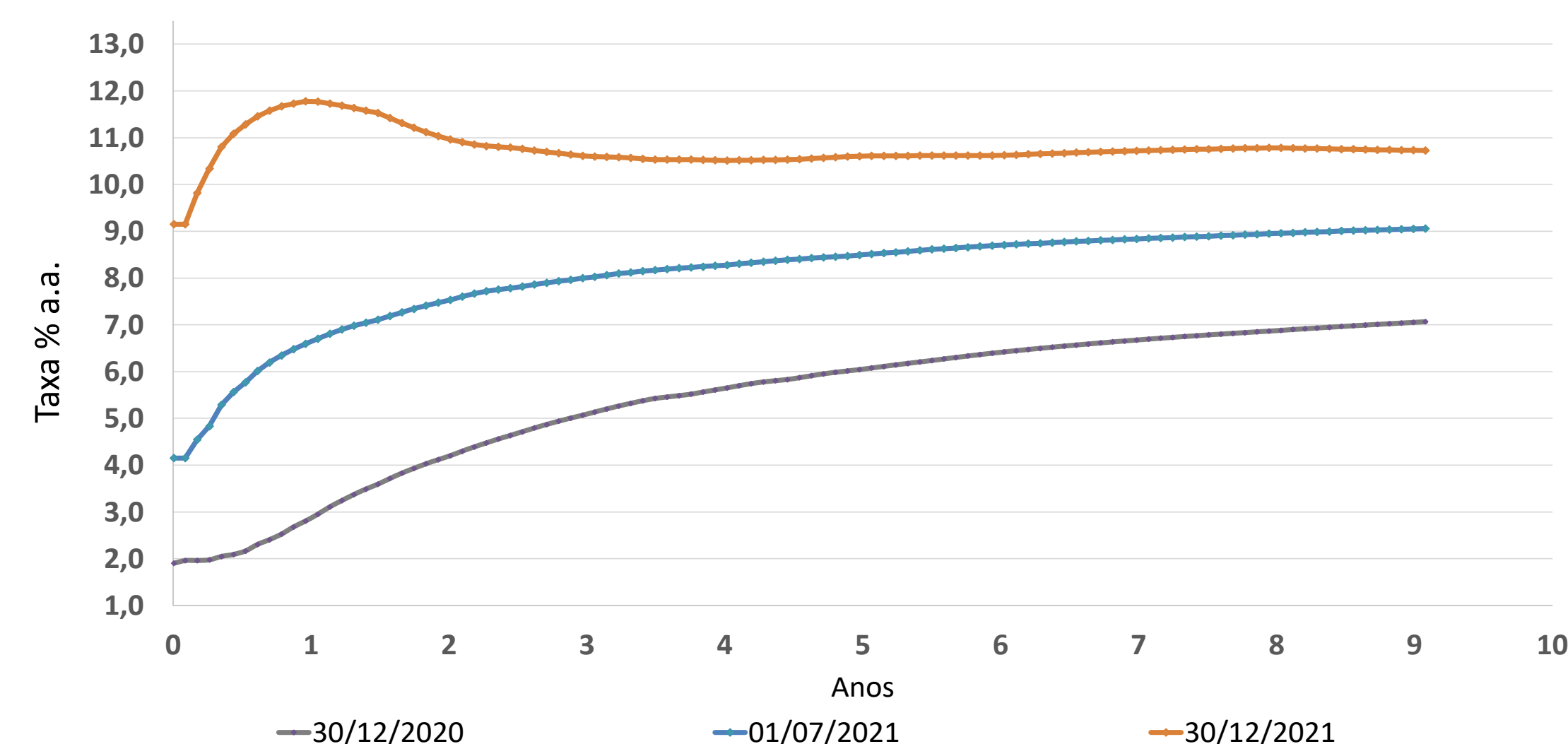
no segundo, diante de discussões fiscais que foram além dos gastos primários adicionais para combater os efeitos da pandemia. Esse deslocamento da curva de juros, figura 3, impactou os indicadores de custos da DPF, conforme será apresentado nas próximas seções deste documento.

Figura 2 – Evolução das taxas de juros dos títulos com 6, 12 e 24 meses e 10 anos de maturação (% a.a.)



Fonte: Tesouro Nacional

Figura 3 – Curvas de Juros Futuros (% a.a.)



Fonte: Tesouro Nacional

2

Estratégia de
Financiamento em 2021

Parque Ibirapuera, São Paulo

2.1 Necessidade de financiamento

A necessidade bruta de financiamento³ realizada em 2021, de R\$ 1.686,4 bilhões, foi R\$ 260,4 bilhões menor que a necessidade bruta projetada para o exercício no PAF 2021, de R\$ 1.946,8 bilhões. Esse resultado deve-se principalmente à menor utilização de recursos de emissão para o financiamento das despesas orçamentárias ao longo do ano, devido ao melhor desempenho das receitas primárias do governo federal. Com isso, a necessidade líquida de financiamento efetiva de R\$ 1.416,5 bilhões no ano foi R\$ 263,1 bilhões menor que a prevista no Plano Anual de Financiamento - PAF 2021. A Figura 4 traz uma comparação entre a necessidade de financiamento projetada no PAF e a que efetivamente foi realizada no exercício de 2021.

A maior disponibilidade de recursos orçamentários para financiar os vencimentos da dívida, tais como a desvinculação de recursos dos fundos⁴ por

meio da EC Nº 109 e os pagamentos antecipados do BNDES⁵ (R\$ 63,0 bilhões em 2021⁶), e um volume menor de despesas orçamentárias financiadas com recursos de emissões de dívida são fatores que, diante de um percentual de rolagem da DPF acima de 100%, contribuem para o aumento da reserva de liquidez do Tesouro (colchão da dívida). Um resultado importante para o gestor de dívida mitigar os riscos em momentos de volatilidade do mercado em um cenário de crescimento das torres de maturação da DPF nos últimos anos.

³ Necessidade bruta de financiamento representa a soma dos vencimentos da DPF, das outras despesas orçamentárias e das despesas com honras de garantias.

⁴ Em 2021 foram desvinculados R\$ 166,2 bilhões de fundos públicos. Os recursos foram utilizados nas seguintes datas: R\$ 140,8 bilhões em 1/4; R\$ 16,8 mil em 17/5; R\$ 25,4 bilhões em 1/9; R\$ 15,7 milhões em 9/12; e R\$ 9,0 milhões em 30/12.

⁵ Em 2021 foram recebidos do BNDES R\$ 75,8 bilhões, dos quais, R\$ 12,8 bilhões referentes ao fluxo ordinário de pagamentos devido (já previstos no PAF 2021) e R\$ 63,0 bilhões referentes ao pagamento antecipado dos contratos, sendo este último valor pago nas seguintes datas: R\$ 36,5 bilhões em 8/3; R\$ 1,5 bilhão em 16/3; R\$ 13,5 bilhões em 1/7; R\$ 3,0 bilhões em 26/7; R\$ 5,0 bilhões em 22/10; e R\$ 3,5 bilhões em 28/12.

⁶ Os recursos provenientes dos pagamentos antecipados do BNDES são exclusivos para o pagamento da dívida pública. Em 2021, tais recursos não foram utilizados, principalmente em razão do direcionamento de recursos de fundos públicos para pagamento da DPF, conforme já mencionado. Quando esses recursos não são utilizados no exercício de devolução pelo Banco, estes ficam à disposição do Tesouro para pagamento dos vencimentos da DPF em exercícios posteriores. No entanto, mesmo antes da utilização desses recursos, a DBGG diminui quando de seu recebimento.

Figura 4 – Necessidade de financiamento do Tesouro Nacional

	Vencimentos da DPF			Outras Despesas Orçamentárias	Honra de Garantias	Recursos Orçamentários		
	Dívida Interna em Mercado	Dívida Externa	Encargos do Banco Central**			Fontes livres	Fontes exclusivas	
Necessidade Líquida de Financiamento Projetada	R\$ 1. 469,1 bi			+ R\$ 468,2 bi	+ R\$ 9,5 bi	R\$ 272,5 bi		R\$ 1.674,3 bi
	R\$ 1.369,9 bi	+ R\$ 34,7 bi	+ R\$ 64,5 bi			R\$ 215,5 bi	+ R\$ 57,1 bi	
	=	=	=	=	=	=	=	=
Necessidade Líquida de Financiamento Realizada	R\$ 1.563,8 bilhões			+ R\$ 113,6 bi	+ R\$ 9,0 bi	R\$ 269,9 bilhões		R\$ 1.416,5 bi
	R\$ 1.464,8 bi	+ R\$ 36,6 bi	+ R\$ 62,4 bi			R\$ 166,7 bi	+ R\$ 103,3 bi	
	=	=	=	=	=	=	=	=
Diferença	R\$ -94,7 bilhões			+ R\$ 354,6 bi	R\$ 0,5 bi	R\$ 2,7 bilhões		
	R\$ -94,9 bi	+ R\$ -1,9 bi	+ R\$ 2,1 bi			R\$ 48,8 bi	+ R\$ -46,2 bi	R\$ 263,1 bi
	A diferença com relação ao projetado é referente, principalmente, às emissões da dívida que tiveram pagamento no próprio exercício (R\$ 62 bilhões) e aos resgates antecipados do Programa Tesouro Direto (R\$ 19 bilhões).			O desempenho das receitas primárias ao longo de 2021 favoreceu a menor utilização de recursos de emissão de dívida para o financiamento de despesas orçamentárias	O valor realizado foi em linha com o valor projetado.	Recursos orçamentários não exclusivos para o pagamento de dívida. Este montante também considera R\$ 166,2 bi da desvinculação de fundos definida na EC Nº 109***.	Recursos orçamentários exclusivos para o pagamento de dívida. A diferença justifica-se pela utilização do resultado positivo do BACEN transferido em 2020 e utilizado em 2021	

* O termo superávit financeiro refere-se a receitas recebidas em anos anteriores e não utilizadas no mesmo exercício.

** 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.

*** Embora essa disponibilidade de recurso referente à desvinculação dos fundos seja classificada orçamentariamente como fonte livre, a EC Nº 109 definiu que os recursos fossem destinados exclusivamente para o pagamento de dívida pública.

**** Este valor não significa, contudo, o montante emitido pela STN em 2021. Quando o Tesouro Nacional emite mais do que esta necessidade líquida, significa que a reserva de liquidez da dívida aumentou.

Fonte: Tesouro Nacional

2.2 Execução da estratégia

O PAF 2021 partiu de uma necessidade de financiamento particularmente alta, decorrente principalmente das emissões de títulos de curto prazo efetuadas no ano anterior. Além disso, no início de 2021, a evolução da pandemia de COVID-19 ainda inspirava cuidados e alimentava incertezas, a despeito do processo de vacinação já em curso.

Diante de um cenário de incertezas e com a expectativa de elevados volumes de vencimentos ao longo do ano, a estratégia do PAF priorizou medidas para manter o caixa com 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. Como exemplo, o cronograma de leilões, que antes era divulgado em base anual, passou a ser trimestral, trazendo maior flexibilidade para a gestão. Outra medida foi a realização de leilões de rolagem antecipada, contribuindo para suavizar a concentração de vencimentos em determinados momentos do ano.

No geral, o primeiro semestre de 2021 foi marcado por condições de mercado mais favoráveis às emissões do que o estimado ao fim de 2020, com boa demanda por NTN-B e prefixados mais longos. Assim, o Tesouro Nacional pôde privilegiar a maior emissão de títulos mais longos em detrimento das LTN com vencimentos em até 12 meses, mantendo os níveis adequados da reserva de liquidez. Isso permitiu a manutenção dos patamares elevados de emissões praticados na segunda metade de 2020, mas com melhora de alguns indicadores em direção a valores próximos aos observados anteriormente ao início da pandemia, como o prazo médio de emissões.

Nesse contexto, foi anunciada, em maio, a revisão dos limites de referência definidos no Plano Anual de Financiamento – PAF 2021. Os novos limites sinalizaram um cenário mais benigno para os indicadores da DPF ao final do exercício, em comparação com o que se esperava quando da divulgação do PAF, em janeiro de 2021. A revisão do PAF trouxe novas referências para estoque, composição e estrutura de vencimentos da DPF, com destaque para expectativa de menor colocação de títulos prefixados de prazos mais reduzidos, explicitando a estratégia de redução da concentração de vencimentos no curto prazo.

O segundo semestre de 2021, por sua vez, apresentou um cenário mais desafiador para a execução da estratégia de emissões. Destaque para a elevada volatilidade nas taxas de juros, observada especialmente no mês de agosto, que foi marcado por um ambiente de maior aversão a risco por parte dos investidores e reduzida demanda para os títulos de maior *duration*.

2.2.1 Dívida Interna

Em relação aos títulos ofertados no ano, as emissões de prefixados em 2021 contaram com quatro prazos de referência para as LTN (curto prazo: 6 e 12 meses; médio prazo: 24 e 48 meses) e três prazos para as NTN-F (longo prazo: 6, 8 e 10 anos). A NTN-F de 8 anos foi introduzida de modo a ampliar o rol de títulos ofertados, com vistas a dar mais opções de NTN-F, em um momento de forte preferência por títulos curtos, sendo retirada dos leilões a partir do 2º semestre.

Os títulos remunerados por índices de preços (NTN-B) foram ofertados em 6 prazos de referência, com leilões semanais alternados. Em uma semana eram oferecidos títulos com vencimento em ago/24, ago/28 e ago/40, e na semana seguinte títulos com vencimento em ago/26, ago/30 e maio/55.

Para as emissões de LFT, foram mantidos dois vértices de referência. Um mais curto, que iniciou 2021 com prazo de vencimento de 1 ano e terminou com 2 anos, e outro mais longo, com prazo de vencimento de 6 anos. A demanda por esses títulos foi impulsionada, dentre outros fatores, por expectativas de elevação da taxa SELIC. A média de emissões de LFT subiu de R\$ 18,5 bi/mês em 2020 para R\$ 54,9 bi/mês em 2021.

Nos meses de fevereiro e março, o Tesouro Nacional realizou leilões de rolagem antecipada, que consistiram na troca de títulos que venciam logo a seguir por outros mais longos. Em fevereiro de 2021, foi realizada a rolagem da LFT 1/3/2021 (com colocação das LFT com vencimentos em 1/3/2022, 1/9/2023 e 1/9/2027). Em março de 2021, foi realizada a rolagem da LTN 1/4/2021 (com colocação das LTN 1/4/2022, 1/1/2023 e 1/7/2024, e NTN-F 1/1/2025). O Te-

souro já havia realizado este tipo de leilão anteriormente. De 2011 a 2015, foram realizados diversos leilões de rolagem antecipada de prefixados e de LFT, com características semelhantes aos leilões realizados em 2021.

As rolagens antecipadas em 2021 atingiram grande volume financeiro, com destaque para os leilões de rolagem da LFT 1/3/2021, que movimentaram um total de R\$ 46,4 bilhões, ou aproximadamente 25% do estoque do título. Os leilões de rolagem antecipada da LTN 1/4/2021, por sua vez, movimentaram R\$ 21,9 bilhões, ou aproximadamente 7% do estoque do título.

O ano se encerrou com captação total de R\$ 1,63 trilhão, maior volume da série histórica. A média mensal das emissões chegou a R\$ 135,7 bilhões. Para comparação, a média mensal em 2020 foi de R\$ 108,0 bilhões e R\$ 61,5 bilhões em 2019.

Diferentemente de 2020, quando o aumento do volume mensal de emissões foi resultado da maior colocação de títulos prefixados de curto prazo, em 2021 a manutenção dos níveis mensais de emissão foi corroborada por um perfil melhor dos títulos emitidos. O Tesouro reduziu a emissão de títulos prefixados curtos (LTN de 6 e 12 meses), aumentando a colocação de títulos com prazos mais longos, como índice de preços (NTN-B), flutuantes (LFT) e prefixados (LTN com 24 e 48 meses), influenciado principalmente pela melhora do cenário macroeconômico no primeiro semestre do ano. No quadro 1 ao lado, podemos observar a melhora no perfil de emissões ao longo do exercício, com destaque para a redução de títulos prefixados curtos, LTN de 6 e 12 meses, que reduziram a sua participação no total emitido de 34% em 2020 para 9% em 2021. Como veremos nas próximas seções, este cenário motivou a revisão dos limites de referência para composição e estrutura de vencimentos da DPF definidos no PAF 2021 e aumentou o prazo médio das emissões.

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

Valores em R\$ bilhões	2020		2021	
Títulos emitidos*	Total	%	Total	%
LFT	222,2	18,0%	612,9	41,6%
LFT - 01 ano**	-	-	116,4	7,9%
LFT - 02 ano**	27,4	2,2%	144,9	9,8%
LFT - 03 anos**	32,3	2,6%	-	-
LFT - 06 anos	162,5	13,2%	351,6	23,8%
LTN	777,5	63,1%	439,1	29,8%
LTN - 06 meses	208,3	34% 16,9%	50,1	9% 3,4%
LTN - 12 meses	209,1	17,0%	77,3	5,2%
LTN - 24 meses	126,5	10,3%	181,9	12,3%
LTN - 48 meses	233,5	18,9%	129,8	8,8%
NTN-F	46,5	3,8%	66,4	4,5%
NTNF - 06 anos	-	-	19,5	1,3%
NTNF - 07 anos	27,7	2,2%	-	-
NTNF - 08 anos	-	-	23,1	1,6%
NTNF - 10 anos	18,8	1,5%	23,8	1,6%
NTN-B	186,8	15,1%	355,7	24,1%
NTNB - 03 anos**	74,9	6,1%	93,4	6,3%
NTNB - 04 anos	-	-	86,0	5,8%
NTNB - 05 anos**	83,1	6,7%	54,7	3,7%
NTNB - 10 anos	20,0	1,6%	52,5	3,6%
NTNB - 20 anos	3,9	0,3%	14,1	1,0%
NTNB - 40 anos	4,8	0,4%	55,0	3,7%
Total	1.233,0	100,0%	1.474,1	100,0%

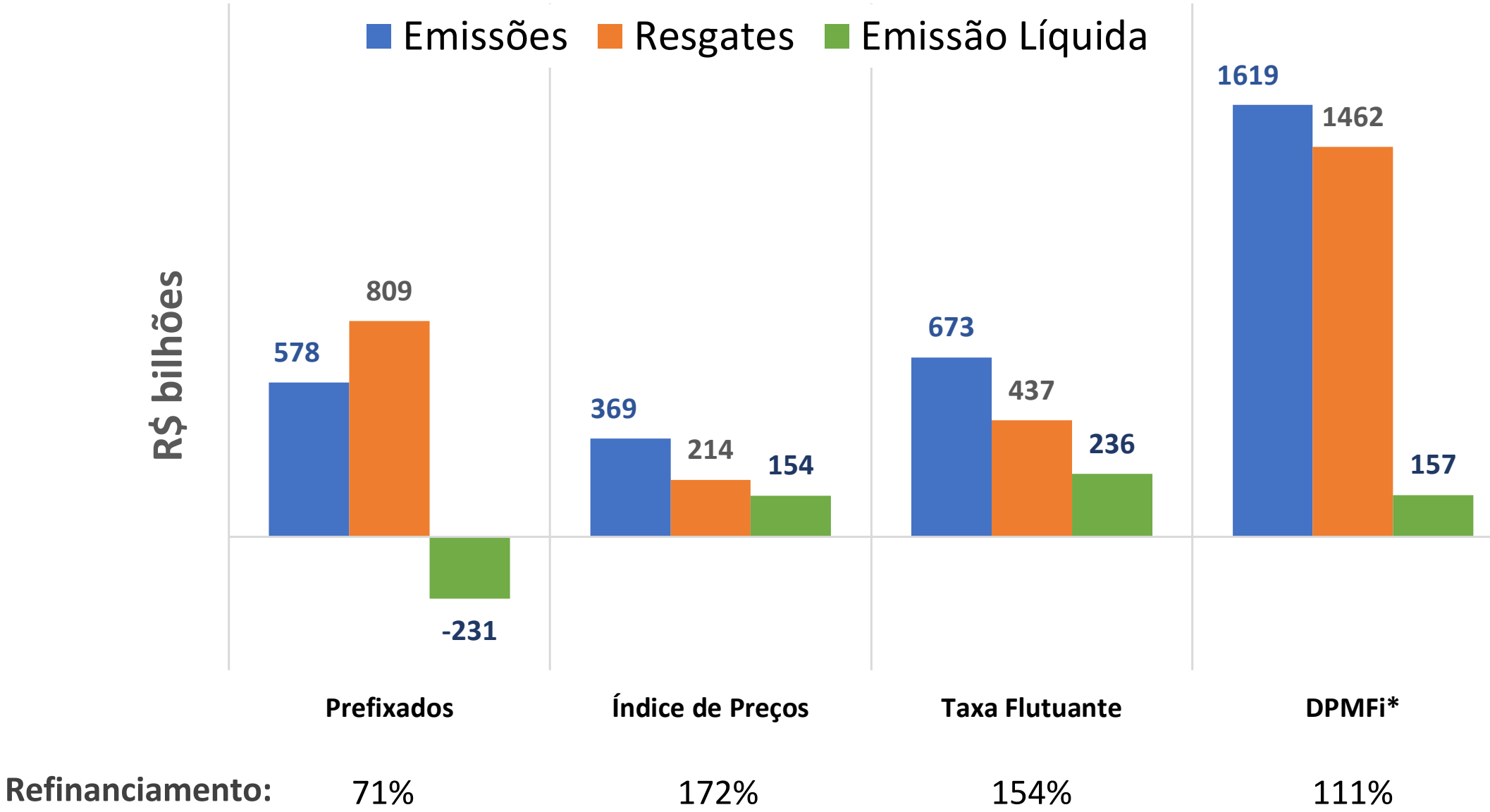
*Não foram considerados os leilões de troca extraordinários. Também não foram considerados os títulos emitidos em 2021 que venceram em 2021.

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

Fonte: Tesouro Nacional

No resultado consolidado do ano para a DPMFi, as emissões superaram os resgates em R\$ 157 bilhões, o que corresponde a uma taxa de refinanciamento de 111%, ante 143% do ano anterior. Houve resgate líquido de R\$ 231 bilhões para os títulos prefixados, com taxa de refinanciamento de 71%. Os títulos com juros flutuantes e os remunerados por índices de preços tiveram uma elevada taxa de refinanciamento, com emissão líquida de R\$ 236 bilhões e R\$ 154 bilhões respectivamente. Esses valores podem ser observados na Figura 5, abaixo.

Figura 5 – Emissão líquida e percentual de refinanciamento por indicador



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

2.2.2 Dívida Externa

Em 2021, as emissões de títulos da dívida externa continuaram a ser utilizadas como instrumento de diversificação e alongamento da dívida pública, promovendo a liquidez da curva de juros soberana em dólar e servindo como referência para o setor corporativo brasileiro.

O Tesouro Nacional realizou uma operação no mercado externo em 2021, com a emissão de um novo *benchmark* de 10 anos, o GLOBAL 2031, e a reabertura do atual *benchmark* de 30 anos, o GLOBAL 2050, ambos em dólares norte-americanos, aproveitando uma janela de relativa estabilidade e de redução dos prêmios de risco associados ao Brasil. As duas emissões totalizaram US\$ 2,25 bilhões, como mostra o Quadro 2.

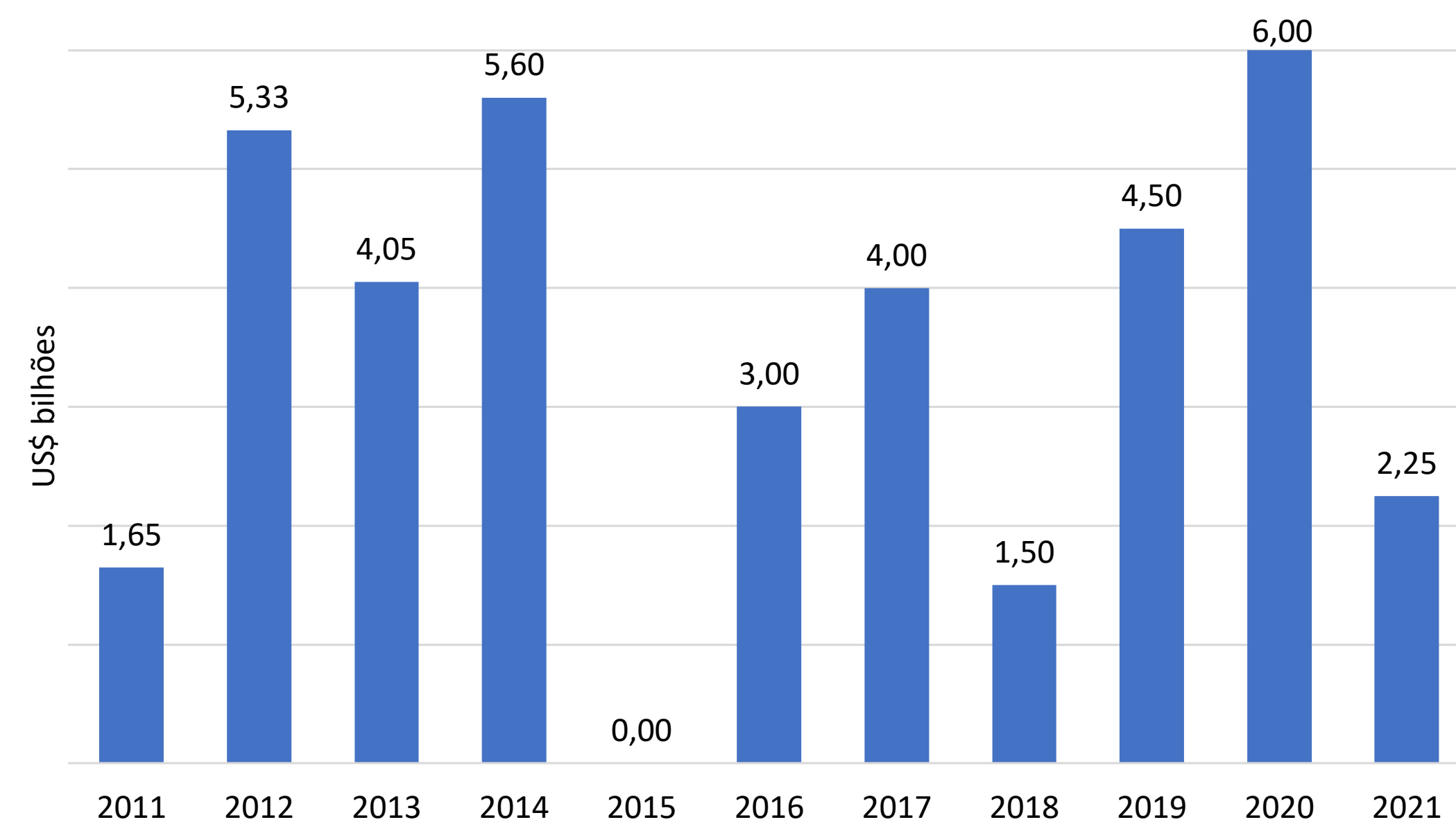
Quadro 2 – Emissões de títulos no mercado internacional

Título	Vencimento	Volume*	Taxa (%)	Cupons
Global 2031	12/09/2031	\$1,50	3,875	12/03 e 12/09
Global 2050	14/01/2050	\$0,75	4,925	14/01 e 14/07
Total		\$2,25		

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

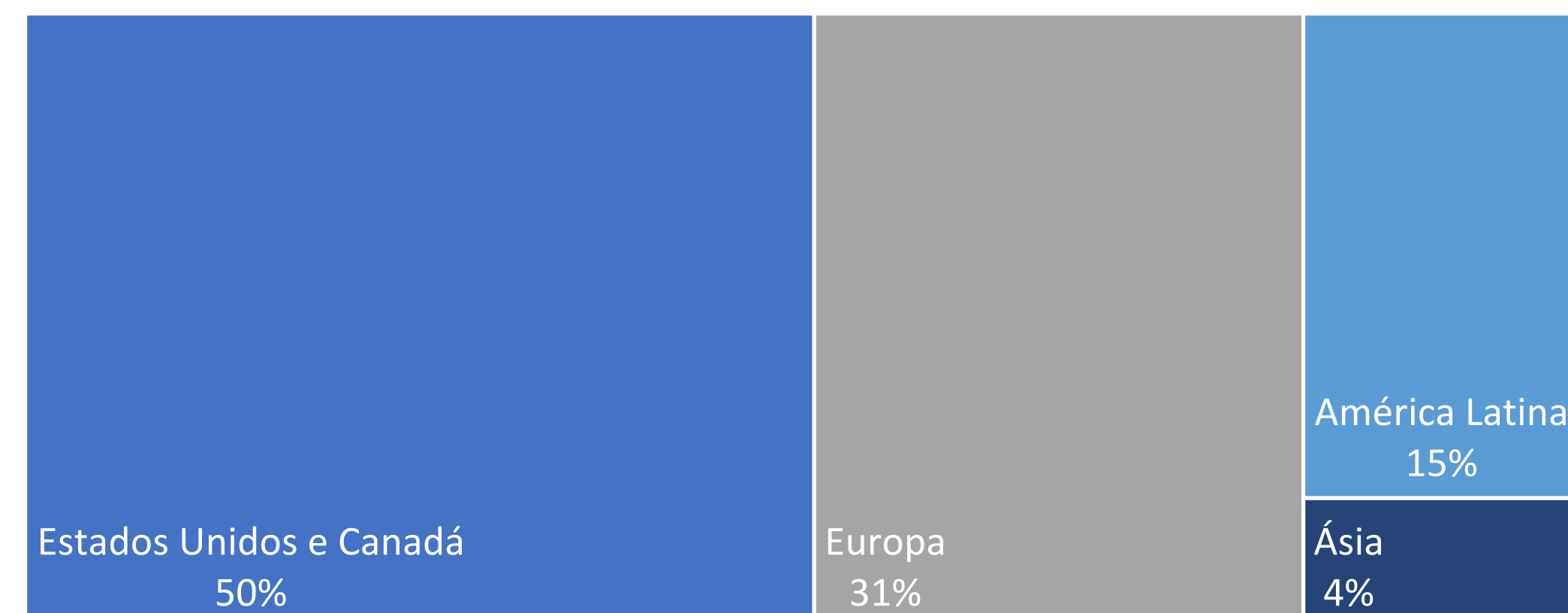
Para mais informações sobre as operações, acesse [o informe das emissão](#).

Importante mencionar que o volume de emissões externas em 2021 foi inferior ao de 2020 e 2019. A Figura 6 retrata o histórico da captação mobiliária externa nos últimos anos, observando-se a redução de emissões em relação aos anos anteriores, apesar de o volume ainda ter sido superior ao de 2018.

Figura 6 – Emissão de títulos no mercado internacional

Fonte: Tesouro Nacional

A emissão de US\$ 1,5 bilhão do GLOBAL 2031 resultou em cupom de juros de 3,75% a.a., a menor taxa para este prazo desde 2015. O livro de ordens nas duas tranches alcançou um volume próximo a 3 vezes o montante final emitido, com a presença principal de investidores norte-americanos e europeus, conforme ilustrado na Figura 7. Por fim, a Figura 8 apresenta os tipos de investidores presentes nos Livros de Ordem dos dois títulos emitidos, com destaque para os Gestores de Patrimônio.

Figura 7 – Distribuição por origem

Fonte: Bancos coordenadores das operações

Figura 8 – Distribuição por tipo de investidor

Fonte: Bancos coordenadores das operações

3

Resultados Alcançados

A gestão da dívida em 2021 apresentou resultados que superaram as expectativas constituídas originalmente no PAF 2021, ensejando a revisão, em maio, dos limites de referência. A melhora no perfil das emissões, no primeiro semestre, com a redução do refinanciamento da dívida por meio de títulos prefixados de curto prazo (em especial as LTN de 6 e 12 meses) e maior colocação de títulos com prazos mais longos e remunerados por índices de preços, propiciou uma redução do risco de refinanciamento e uma melhora na composição do estoque da dívida e na estrutura de vencimentos.

Já o segundo semestre apresentou uma dinâmica de mercado caracterizada pelo aumento da aversão ao risco no cenário internacional e das incertezas sobre questões fiscais no cenário doméstico. Mesmo neste ambiente foi possível manter os ganhos de alongamento de prazos, contando, em particular, com as LFT mais longas. Esta dinâmica de emissões na segunda metade do ano, contudo, resultou em desvios em relação a alguns limites de referência do PAF revisado, como será visto detalhadamente a seguir.

3.1. Indicadores da DPF e Gestão de Riscos

3.1.1. Revisão do PAF 2021 e Resultados

As condições de mercado nos primeiros meses de 2021 trouxeram uma oportunidade para a gestão da dívida melhorar o perfil de suas emissões. Como já mencionado, em maio de 2021 houve revisão dos limites de referência definidos no PAF 2021, conforme Quadro 3.

Quadro 3 – Principais resultados para a Dívida Pública Federal

Indicadores	dez/20	dez/21	Limites originais do PAF 2021		Limites revisados para 2021*	
			Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
Estoque (R\$ bilhões)						
DPF	5.009,6	5.613,7	5.600,0	5.900,0	5.500,0	5.800,0
Composição (%)						
Prefixados	34,8	28,9	38,0	42,0	31,0	35,0
Índice de Preços	25,3	29,3	24,0	28,0	26,0	30,0
Taxa Flutuante	34,8	36,8	28,0	32,0	33,0	37,0
Câmbio	5,1	5,0	3,0	7,0	3,0	7,0
Composição (%)						
% Vencendo em 12 meses	27,6	21,0	24,0	29,0	22,0	27,0
Prazo Médio (anos)	3,6	3,8	3,2	3,6	3,4	3,8

*PAF revisado, disponível em:
https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::::9:P9_ID_PUBLICACAO_ANEXO:13186

Fonte: Tesouro Nacional

Os novos limites sinalizaram redução do estoque da dívida, maior participação de títulos remunerados por taxas de juros flutuantes e dos remunerados por índices de preços, e redução dos prefixados de curto prazo. Esta mudança na composição teve um impacto positivo sobre a estrutura de vencimentos, contribuindo tanto para redução do percentual vincendo em 12 meses quanto para o aumento do prazo médio da DPF.

O anúncio da revisão do PAF foi importante para reorientar as expectativas dos agentes sobre a estratégia de financiamento do Tesouro Nacional. Alguns indicadores, contudo, apresentaram resultados ao final de 2021 para além dos valores indicativos do PAF revisado. É o caso da participação de títulos prefixados na DPF, que se reduziu para 28,9% contra os 31,0% no piso do PAF. Movimento similar ocorreu com o percentual vincendo em 12 meses da DPF, que fechou o ano em 21,0%, contra 22,0% piso do PAF, representando menor concentração de dívida no curto prazo. Os demais indicadores ficaram de acordo com os novos intervalos do PAF.

O estoque da DPF encerrou o ano dentro do intervalo esperado e mais próximo do limite inferior. Na composição da dívida, os títulos remunerados por índices de preços e os flutuantes se aproximaram de seus limites superiores no PAF, mas não os ultrapassaram. A participação da dívida cambial ficou no centro das referências do PAF. Na estrutura de vencimentos, o indicador de

prazo médio convergiu para o teto da previsão do PAF, refletindo a estratégia de se privilegiar títulos de maior prazo, na medida em que as condições de mercado permitiram.

Um fator que trouxe flexibilidade à gestão da dívida, permitindo avanços positivos em seus indicadores foi a manutenção em níveis prudentes das disponibilidades de caixa para pagamento da dívida, a chamada reserva (ou colchão) de liquidez da dívida. Tal reserva foi reforçada ao longo do ano, como resultado tanto da execução da estratégia de emissões com títulos com prazos maiores, reduzindo a concentração de vencimentos no curto horizonte, quanto com o aumento das receitas de não emissão, tais como a desvinculação de recursos de fundos (R\$ 166,2 bilhões) e o pagamento antecipado de créditos da União junto a bancos públicos (em particular, pelo BNDES, no valor de R\$ 63,0 bilhões). Soma-se a isso o melhor resultado das receitas primárias do Governo Central ao longo do ano⁷, o que reduziu a necessidade de utilização de recursos de emissão para o financiamento de outras despesas orçamentárias. Esse efeito pode ser evidenciado na Figura 4 deste documento.

Nesse contexto, a reserva de liquidez foi elevada em montante semelhante às receitas adicionais (pagamentos do BNDES, desvinculação dos fundos e receitas primárias), posto que a estratégia de emissão do Tesouro foi mantida ao longo do ano, mesmo com a entrada dessas receitas. Isso resultou na melhora das disponibilidades financeiras do colchão da dívida para o fechamento do exercício e do índice referente ao número de meses de vencimento da dívida que a reserva de liquidez do Tesouro cobre sem a necessidade de novas emissões. Na seção 3.1.4 esses resultados serão apresentados com mais detalhes.

A reserva de liquidez assegura flexibilidade ao gestor da dívida para a execução do planejamento de emissões de títulos, sobretudo em momentos de maior volatilidade, permitindo se adequar a oferta de títulos a cada semana em função das condições de mercado. Como vimos na subseção 2.2.1, sobre estratégia de dívida interna, as emissões de títulos prefixados (NTN-F) e dos

⁷ A diferença de projeção de receitas primárias para 2021 entre o 1º e o 5º relatório bimestral de avaliação sinalizou um aumento de R\$ 269,6 bilhões.

remunerados por índices de preço (NTN-B) de maior prazo ocorreram em montantes menores do que nos primeiros meses do ano. Apesar disso, não houve necessidade de se retomar a colocação de títulos de curto prazo (as LTN, por exemplo), uma vez que as disponibilidades de caixa já se mostravam em patamares seguros.

3.1.2 Estoque

Em 2021, o estoque da DPF cresceu R\$ 604,0 bilhões, ou seja, aproximadamente 12,1% em relação ao ano anterior. A variação incorporou tanto as emissões líquidas de R\$ 154,9 bilhões quanto a apropriação de juros no valor de R\$ 449,1 bilhões, como aponta o Quadro 4. Para a DPMFi, as emissões líquidas contribuíram para a cobertura de despesas primárias, em especial, a renovação do auxílio emergencial diante do agravamento da pandemia no primeiro trimestre de 2021. No caso da DPFe, a apropriação de juros contempla o efeito de oscilações cambiais sobre seu estoque.

Quadro 4 – Fatores de variação da DPF (R\$ bilhões)

Indicadores	Estoque		Variação	Fatores de Variação			
	2020	2021		Emissões (a)	Resgates (b)	Emissões Líquidas (c)	Juros Apropriados (d)
DPF	5.009,6	5.613,7	604,0	1.656,7	1.501,8	154,9	449,1
DPMFi	4.766,2	5.348,9	582,8	1.628,1	1.465,0*	163,1	419,7
DPFe	243,5	264,7	21,3	28,6	36,8	-8,2	29,5

*Inclui operação de transferência de carteira entre mercado e BCB no valor de R\$ 145 milhões, conforme explicitado na planilha 2.9 do anexo RMD/dez/21.
Fonte: Tesouro Nacional

3.1.3 Composição da DPF e risco de mercado

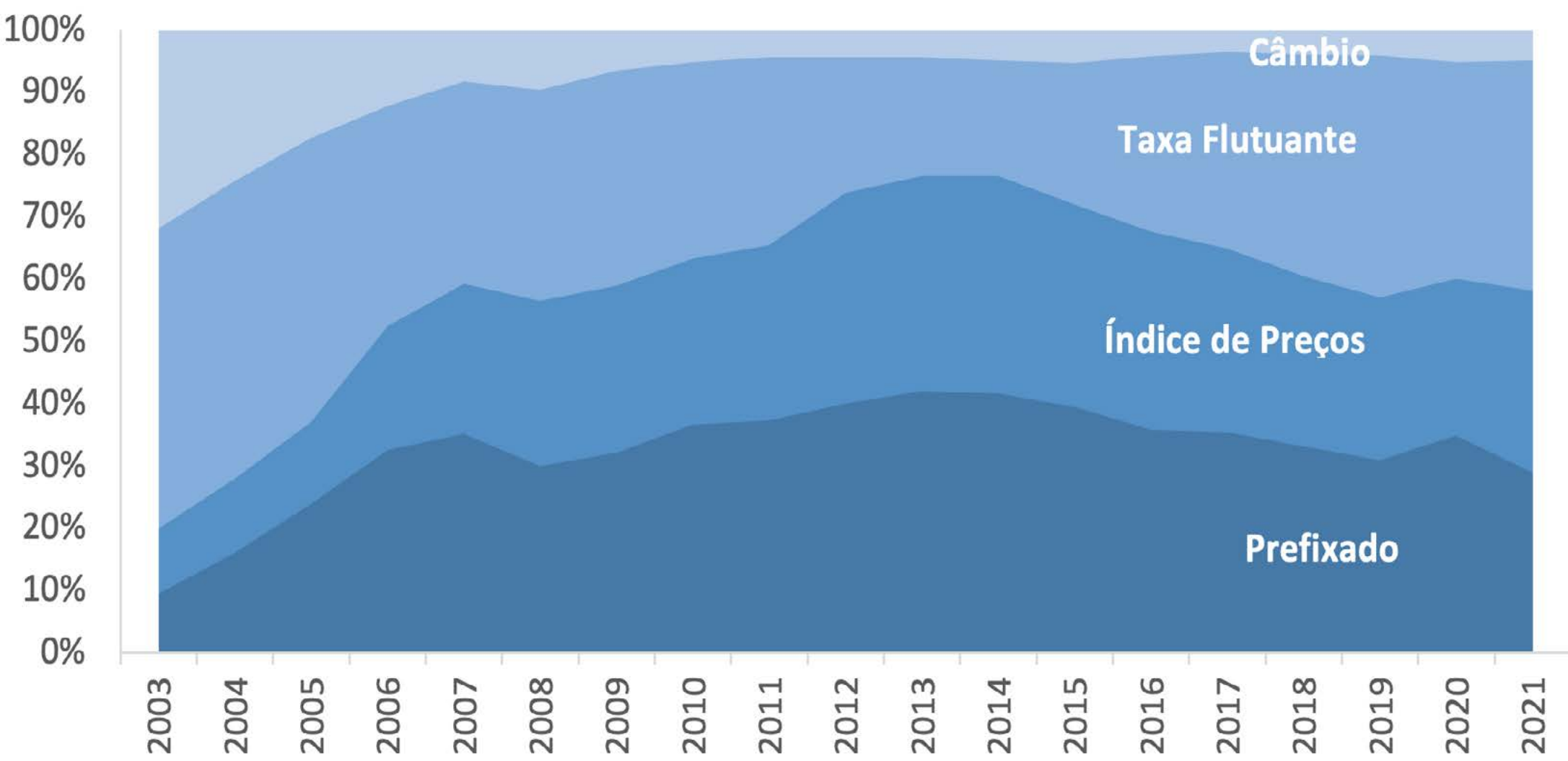
As mudanças na composição da DPF em 2021 resultaram de emissões que privilegiaram instrumentos de prazos mais longos. Assim, no estoque da DPF houve redução da proporção de prefixados para 28,9% em dezembro de 2021, contra 34,8% no mesmo mês do ano anterior. Essa é a menor participação dos prefixados para um fechamento de ano desde 2005. Em outra direção, houve aumento na parcela de títulos remunerados por índices de preços no ano,

que passou de 25,3% em 2020 para 29,3% em 2021. Também houve aumento no percentual de dívida atrelada a juros flutuantes, que alcançou 36,8% em 2021 contra 34,8% em 2020.

Em 2020 houve aumento expressivo da participação de títulos prefixados de curto prazo (LTN de 6 e 12 meses) na composição da DPF, com impacto negativo sobre o perfil de vencimentos da dívida. Todavia, esse fenômeno começou a ser revertido em 2021, com a queda rápida da proporção de prefixados de curtíssimo prazo e maior utilização de LFT e de NTN-B como instrumentos de financiamento da dívida. A Figura 9 mostra a evolução histórica da composição da DPF.

O crescimento da participação de LFT no estoque da DPF é uma tendência que se observa desde 2014, sendo exceção o ano de 2020, quando houve aumento das emissões de LTN de 6 e 12 meses, cujo objetivo principal foi financiar as despesas para combate aos efeitos sanitários e econômicos da pandemia. É um movimento que acompanhou a expansão da dívida/PIB, diante de persistentes déficits fiscais nos últimos anos. Para a gestão de riscos da dívida, aumentar a parcela de prefixados na DPF é desejável, desde que não ocorra aumento da dívida que vence no curto prazo. Nesse sentido, se o endividamento cresce e não é possível alongar o prazo dos prefixados, as LFT ganham espaço na estratégia de financiamento.

Figura 9 – Composição por indexadores da DPF

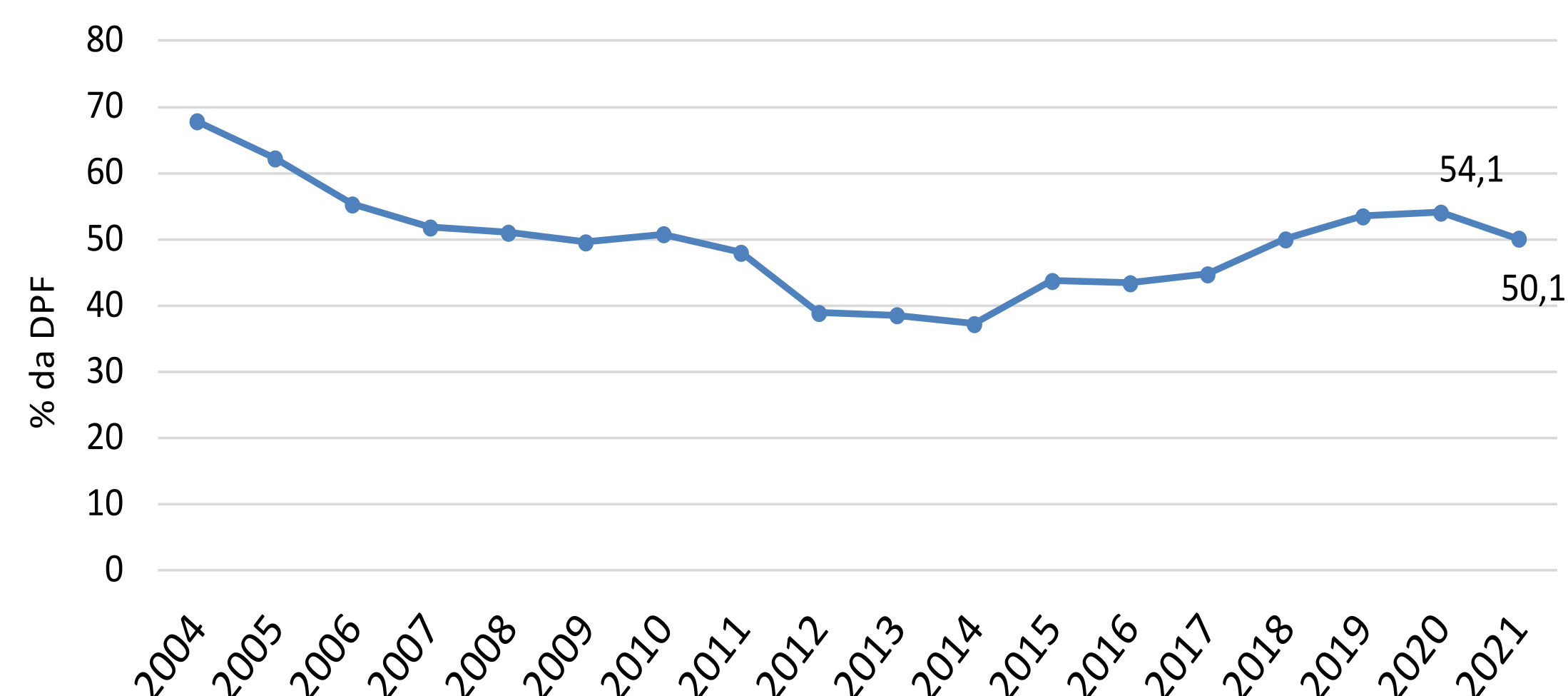


Fonte: Tesouro Nacional

A composição da dívida permite avaliar seu risco de mercado. Trata-se do potencial de aumento do custo ou do estoque da dívida decorrente de oscilações nos indexadores que remuneram os títulos públicos, sendo a exposição da dívida a flutuações nas taxas de juros um caso especial. A maior presença de LFT na DPF significa mais risco de mercado. Mas, sua mitigação não seria alcançada por meio de incrementos na proporção de prefixados de curtíssimo prazo, pois estes precisam ser refinanciados rapidamente, se tornando igualmente sensíveis a choques nas taxas de juros, além de serem mais caros, *ex ante*.

De fato, o percentual da dívida sensível a mudanças nas taxas de juros abrange duas parcelas: (a) a DPF que vence em até 12 meses e, portanto, terá seu custo redefinido quando de seu refinanciamento; (b) a DPF indexada a taxas de juros flutuantes que vence acima de 12 meses. A soma dessas duas parcelas resulta no indicador que denominamos risco de repactuação ou percentual de renovação do custo da DPF em 12 meses. É uma métrica que conjuga os efeitos de mudanças tanto na composição quanto no perfil de vencimentos da dívida. Esse indicador se reduziu em 2021, como mostra a Figura 10, após sucessivos aumentos entre 2014 e 2020, se beneficiando do crescimento da parcela de dívida atrelada a índices de preços na DPF, que tem prazo médio tipicamente mais longo do que outros instrumentos.

Figura 10 – Percentual de renovação do custo da dívida em 12 meses (% da DPF)



Fonte: Tesouro Nacional

Entretanto, para avanços futuros, há que se considerar que a redução da exposição ao risco de mercado está condicionada à demanda por títulos de maior prazo, que, por sua vez, depende da percepção de riscos fiscais pelos investidores. Neste sentido, é essencial o avanço da agenda de reformas estruturantes e a preservação do teto de gastos no curto prazo, de maneira a se completar o processo de consolidação fiscal e viabilizar a plena recuperação da economia.

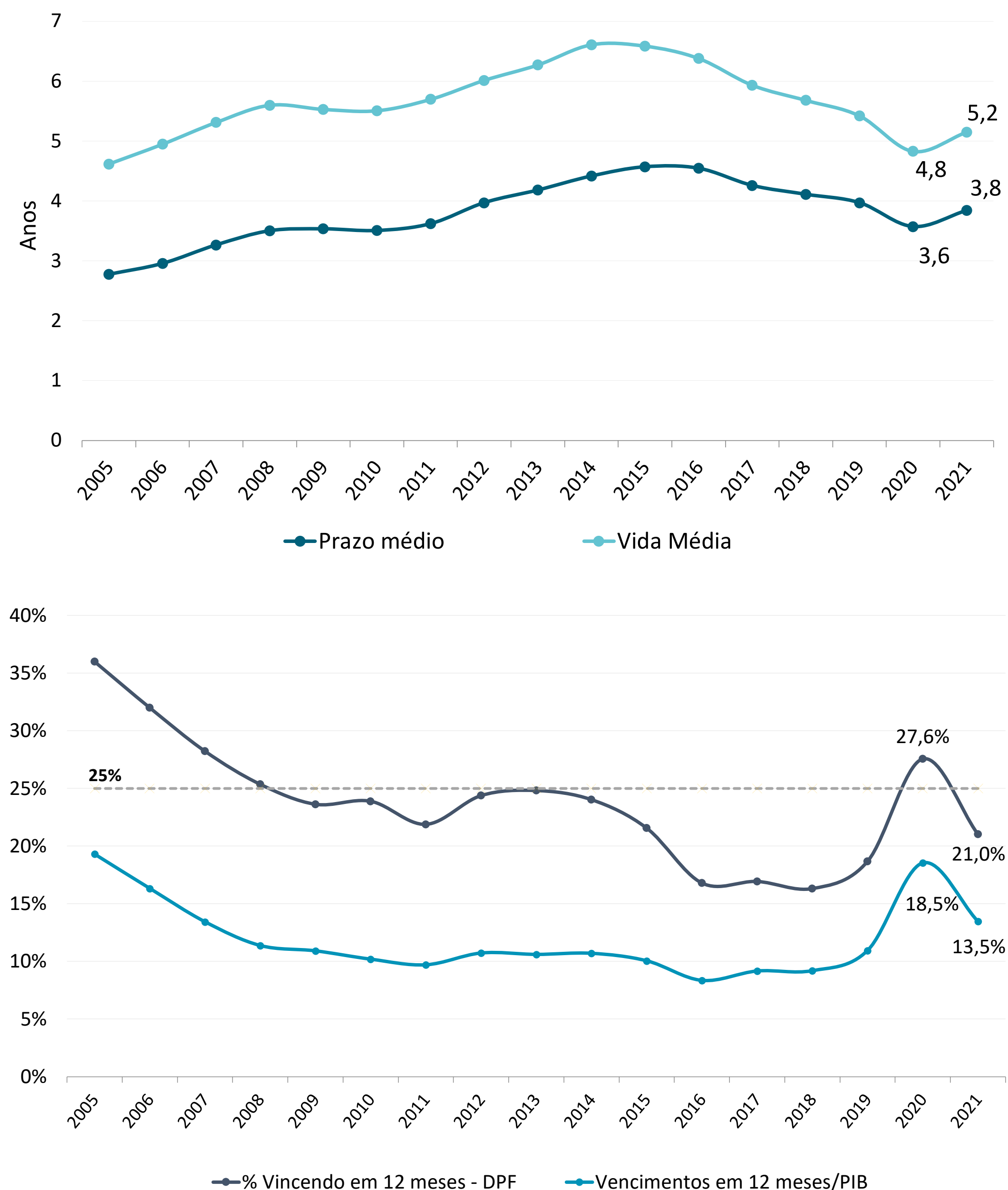
3.1.4 Estrutura de Vencimentos e Risco de Refinanciamento

A análise da estrutura de vencimentos da dívida permite monitorar o risco de refinanciamento. Trata-se da possibilidade de o Tesouro Nacional, ao refinar sua dívida vincenda, encontrar condições financeiras adversas que causem aumento de seus custos de emissão, ou, no limite, não conseguir levantar recursos para honrar seus pagamentos.

Os principais indicadores de risco de refinanciamento da DPF são o percentual vincendo em 12 meses, que reflete a concentração de dívida no curto prazo, e o prazo médio do estoque, que considera a média de tempo restante para os pagamentos de dívida. As estruturas de vencimentos mais alongadas correspondem a menores riscos de refinanciamento.

A estratégia de emissões de títulos públicos em 2021 se traduziu em expressiva redução do risco de refinanciamento da dívida. O percentual vincendo em 12 meses da DPF registrou redução de 6,6 pontos no ano, encerrando o ano em 21,0% da DPF contra 27,6% da DPF no ano anterior. Esse resultado aponta para reversão da maior parte do aumento ocorrido em 2020 (o indicador em 2019 era de 18,7% da DPF), devido às emissões de títulos de vencimentos curtos para cobertura parcial do déficit primário extraordinário ocorrido no primeiro ano da pandemia de COVID-19. Considerando o percentual em relação ao PIB, a parcela da dívida que vence em 12 meses caiu de 18,5% do PIB em 2020 para 13,5% do PIB em 2021. Apesar da queda significativa, de 5,0 pontos, o patamar ainda se encontra acima da média histórica registrada entre 2006 e 2019, de 10,7%, como mostra a Figura 11.

Figura 11 – Estrutura de vencimentos da DPF Prazo Médio e Percentual de vencimentos em 12 meses



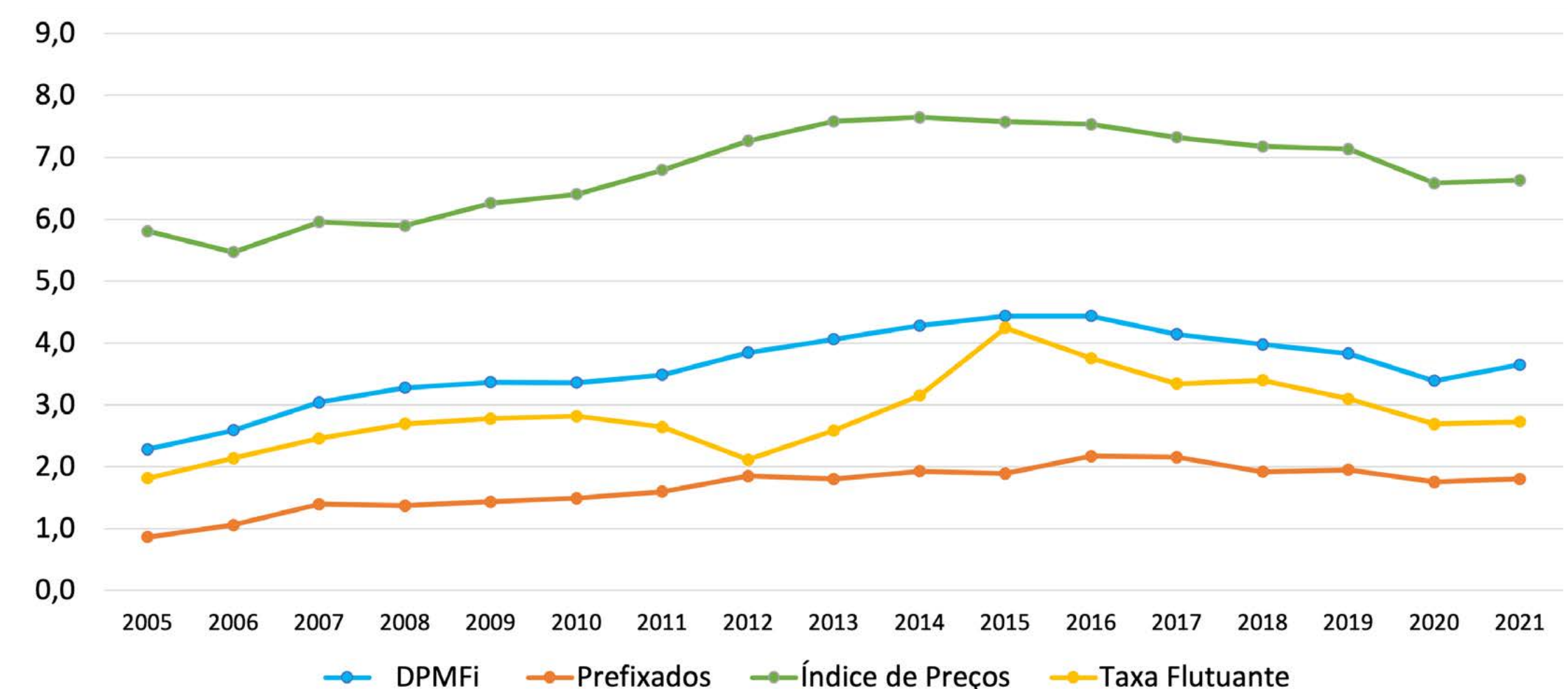
Fonte: Tesouro Nacional

O prazo médio, por sua vez, aumentou de 3,6 anos em 2020 para 3,8 em 2021, retornando ao patamar anterior à pandemia de COVID-19. Esse indica-

dor também se beneficiou da maior emissão de LFT, em especial aquelas com prazo de 6 anos e, principalmente, do aumento na parcela de títulos remunerados por índices de preços na DPF em 2020.

A melhora no prazo médio da DPF em 2021 interrompe tendência que se verificava desde 2015, e que se explicava pela diminuição do prazo médio de todos os tipos de títulos (Figura 12), conjugada à mudança na composição da dívida, com destaque para a perda de participação dos títulos mais longos, como as NTN-B e as NTN-F.

Figura 12 – Prazo Médio do Estoque da DPMFi por indexador (em anos)



Fonte: Tesouro Nacional

Em suma, a melhora da estrutura de vencimentos em relação ao ano anterior foi possível graças a mudanças favoráveis nas condições de mercado em 2021, que possibilitou ao Tesouro Nacional reduzir as emissões de prefixados curtos em relação ao planejamento inicial. Ademais, o alongamento da LFT curta e a maior demanda por LFT e por NTN-B, inclusive as de prazo intermediário e longo, contribuíram para a melhora do perfil de emissões.

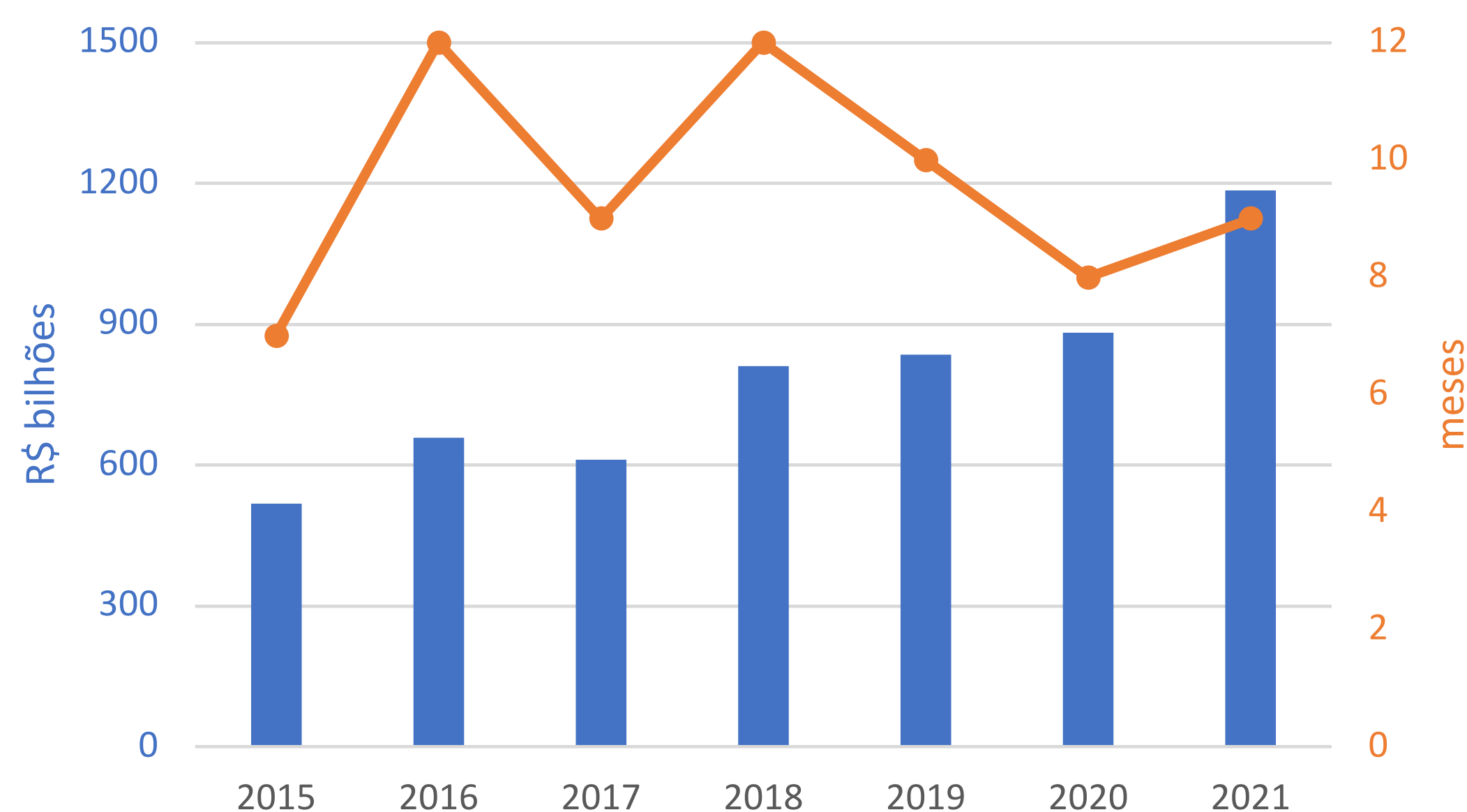
O alongamento sustentável da dívida requer, contudo, uma mudança estrutural da demanda por títulos públicos, que favoreça a colocação de títulos como a NTN-F, cujo principal demandante são investidores não-residentes, e de NTN-B com prazos acima de 10 anos, cujos principais demandantes são fundos de pensão.

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, que seja capaz de proporcionar graus de liberdade para a gestão da dívida.

Em 2021, como mencionado na seção 3.1, alguns fatores contribuíram para fortalecer o caixa da dívida. A reserva de liquidez da dívida encerrou 2021 com disponibilidades de R\$ 1,2 trilhão, montante equivalente a cerca de 9 meses de vencimentos da dívida em mercado, um dos maiores valores da série histórica. A cobertura desta reserva em número de meses de vencimento da dívida ganha relevância quando consideramos os desafios decorrentes do crescimento dos vencimentos da DPMFi.

A sustentação de um caixa suficiente para cobrir os vencimentos da DPF por certo período oferece ao gestor da dívida a possibilidade de manter-se fora do mercado em momentos de turbulência, períodos em que os custos das emissões se tornam excessivamente altos. É, assim, a principal ferramenta para mitigar o risco de refinanciamento.

Figura 13 – Evolução da reserva de liquidez da Dívida Pública e meses de cobertura da DPMFi – Posição em dezembro de cada exercício

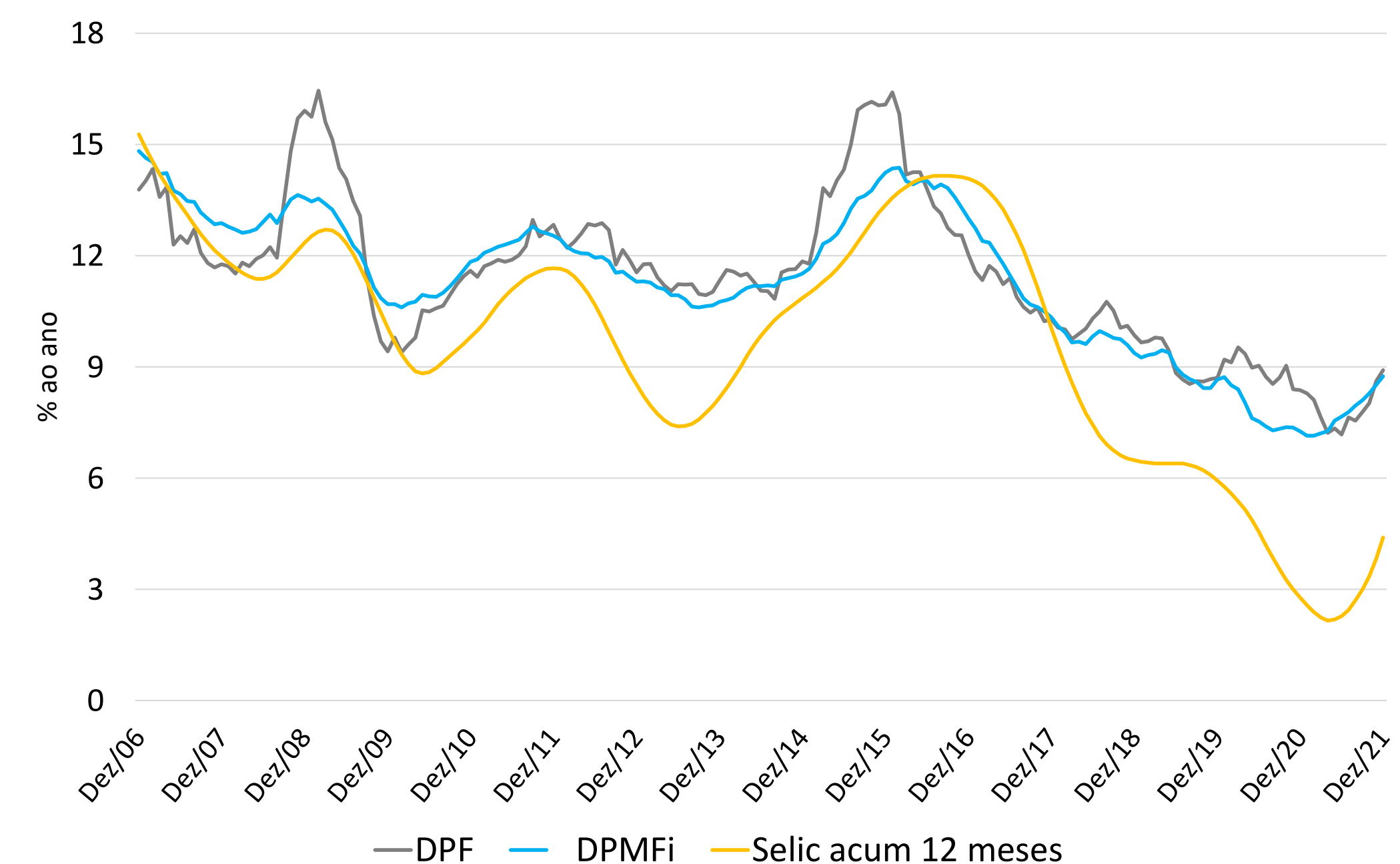


Fonte: Tesouro Nacional

3.1.5 Custo da Dívida Pública

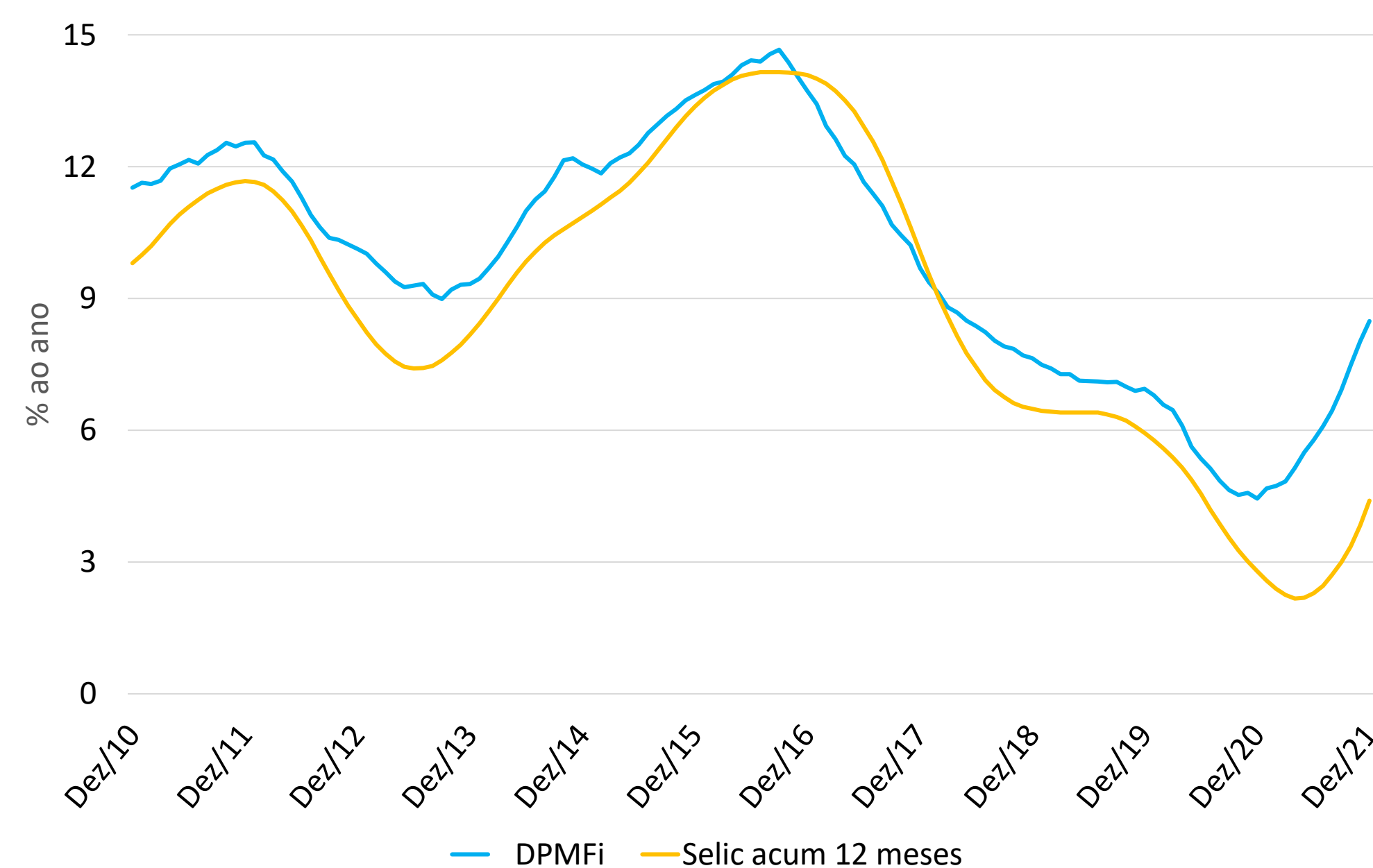
Os indicadores de custo médio da dívida exibiram aumento ao longo de 2021, acompanhando o movimento da taxa básica de juros Selic e seus reflexos na curva de juros doméstica. Na Figura 14, após atingir o menor valor da série histórica em fevereiro de 2021 (7,15% ao ano), o custo médio acumulado em 12 meses do estoque da DPFMi voltou a subir, atingindo 8,75% ao ano no final de 2021. Já o custo médio da DPF acumulou 8,91% ao ano em 2021, mais alto do que a estatística da dívida interna devido ao efeito das variações cambiais sobre a dívida externa.

Figura 14 – Custo médio da DPF e da DPMFi e taxa Selic (valores acumulados em 12 meses)

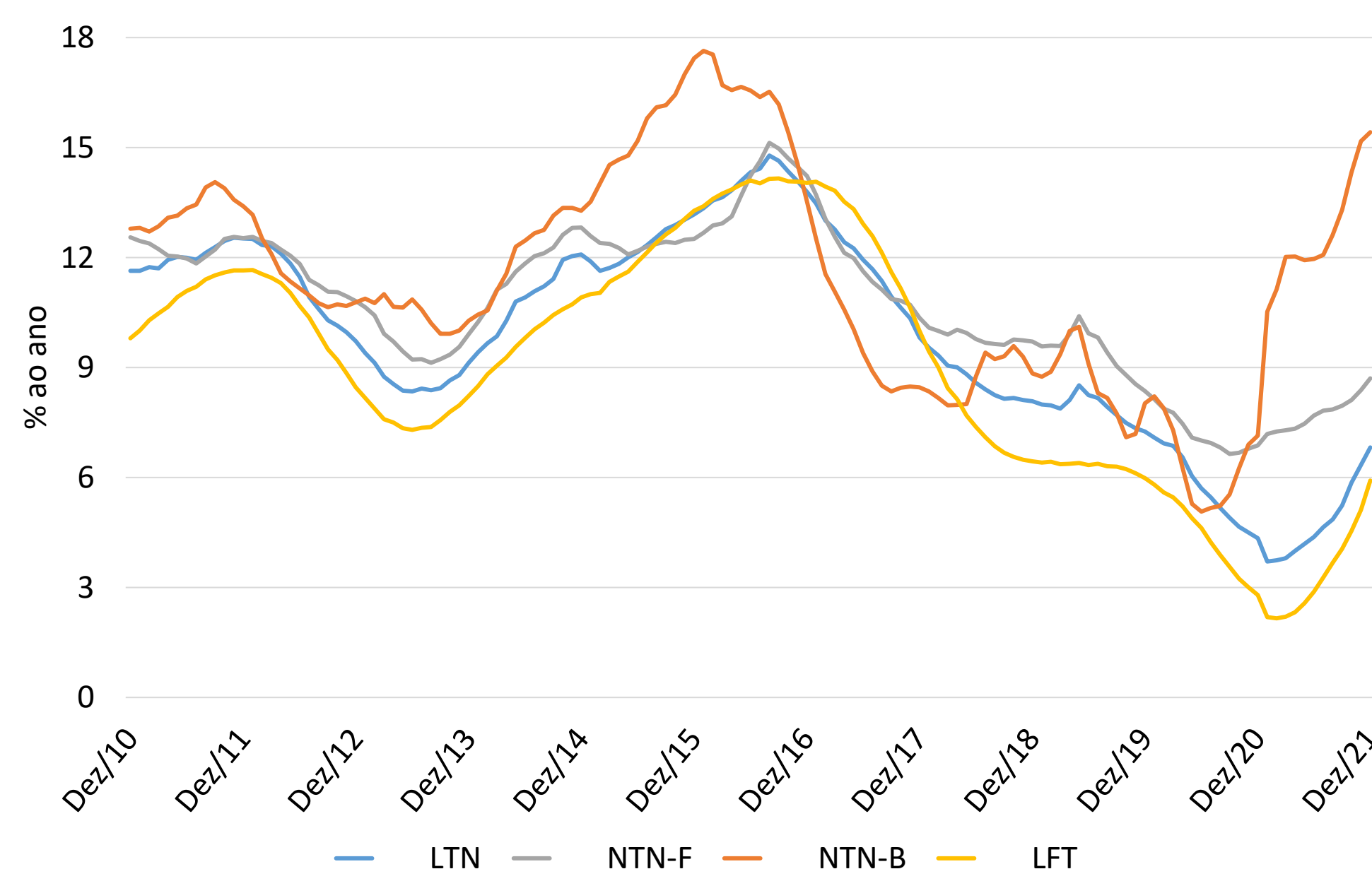


Fonte: Tesouro Nacional

O custo médio de emissão da DPMFi também apresentou elevação ao longo de 2021, passando da mínima histórica de 4,44% ao ano ao final de 2020 para 8,49% ao ano em 2021 (Figura 15). Esse indicador reflete as condições de custo apenas das emissões de títulos efetuadas nos últimos 12 meses e, assim, tende a reagir mais rapidamente às mudanças na taxa de juros Selic. A análise dessa estatística decomposta por tipo de título (Figura 16) mostra aumento no custo médio de emissão em todos os títulos.

Figura 15 – **Custo médio de emissão da DPMFi - Últimos 12 meses, % ao ano**

Fonte: Tesouro Nacional

Figura 16 – **Custo médio de emissão da DPMFi por indexador - Últimos 12 meses, % ao ano**

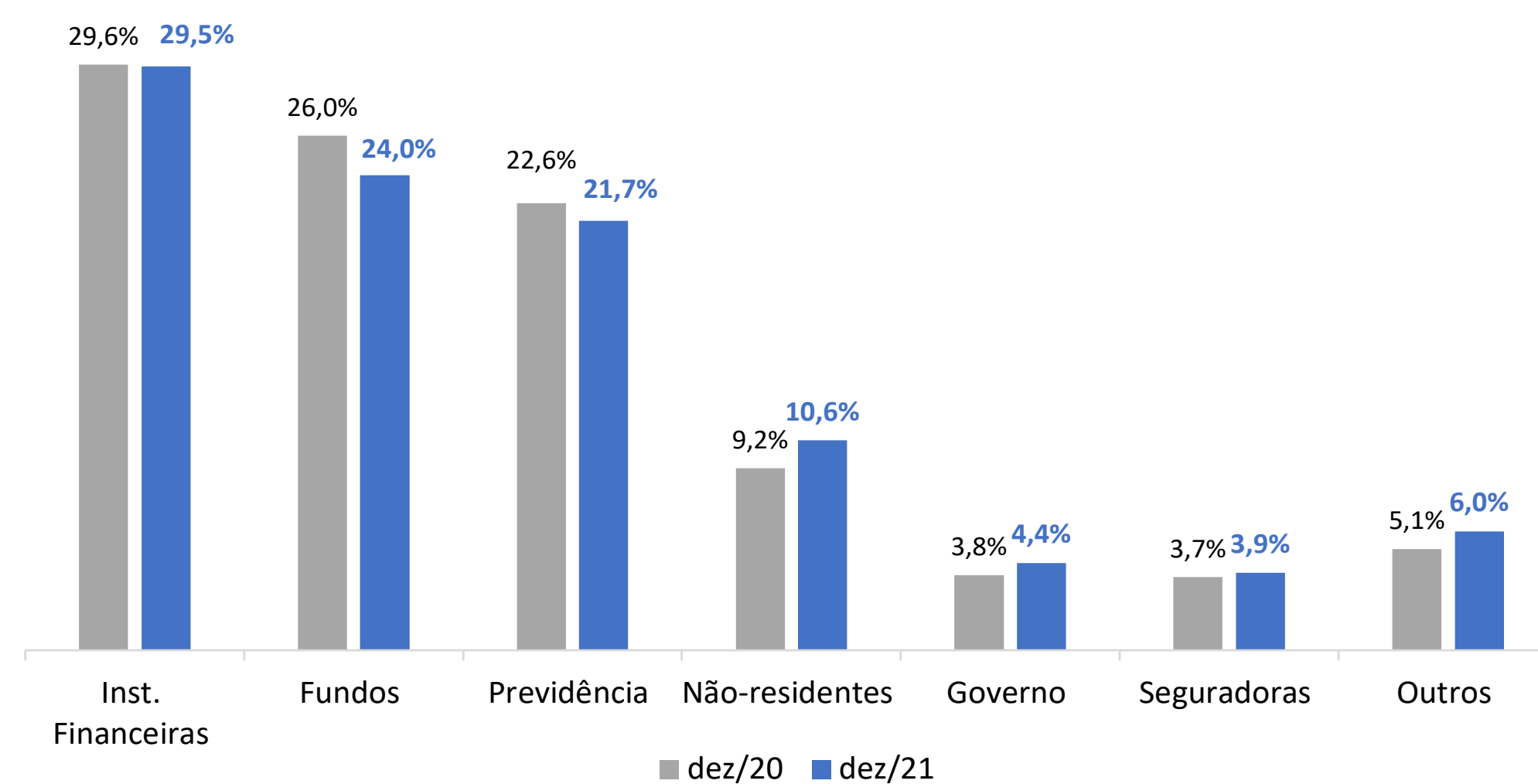
Fonte: Tesouro Nacional

O aumento dos indicadores de custo da dívida nos últimos meses demonstrou a sensibilidade da DPF a oscilações nas taxas de juros de curto prazo. Fica evidente a necessidade premente de se acelerar a consolidação fiscal e criar condições macroeconômicas favoráveis à redução do endividamento e redução das despesas com juros. Além disso, a melhora da trajetória de dívida favorecerá não apenas a redução de seu custo futuro, mas também a percepção de riscos do país, beneficiando a 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

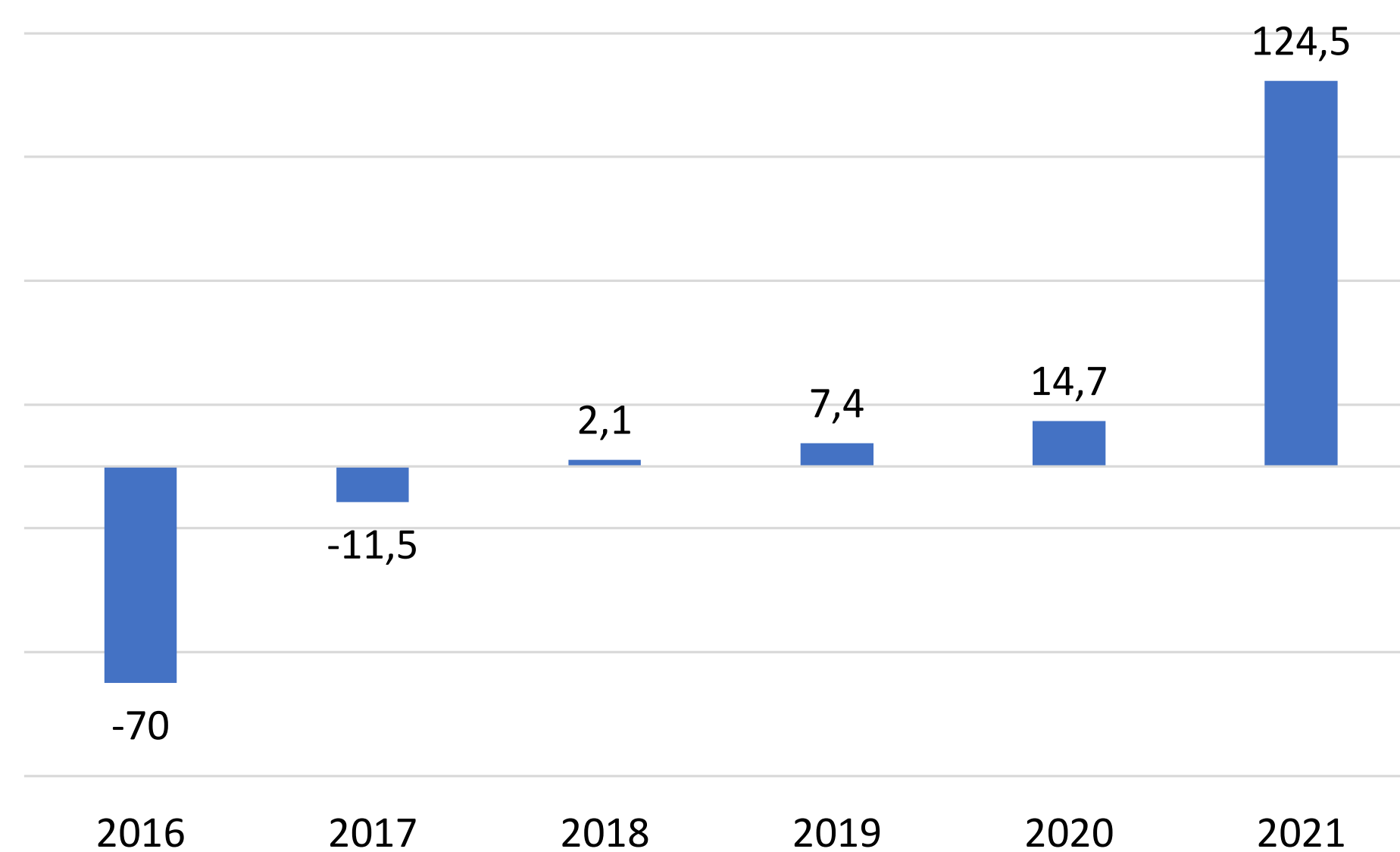
A ampliação e a diversificação da base de investidores são diretrizes que norteiam a elaboração das estratégias de financiamento da DPF para tornar sua gestão mais eficiente. A existência de diferentes perfis de risco e de horizontes de investimento mitiga riscos da dívida na medida em que reduz a volatilidade dos títulos e contribui para o aumento da liquidez.

Em 2021, as Instituições Financeiras mantiveram sua presença como o principal grupo de detentores da DPMFi, encerrando o ano com participação de 29,5%, contra 29,6% em 2020. Em seguida, o grupo Fundos, com participação de 24,0%, número inferior ao do ano anterior (de 26,0%). O terceiro maior grupo, Previdência, também apresentou redução na participação, de 22,6% em 2020 para 21,7% em 2021. As alterações, contudo, não foram suficientes para mudar a característica de ser uma base de investidores bem diversificada, como mostra a Figura 17.

Figura 17 – **Evolução da Base de Detentores da DPMFi (% da DPMFi)**

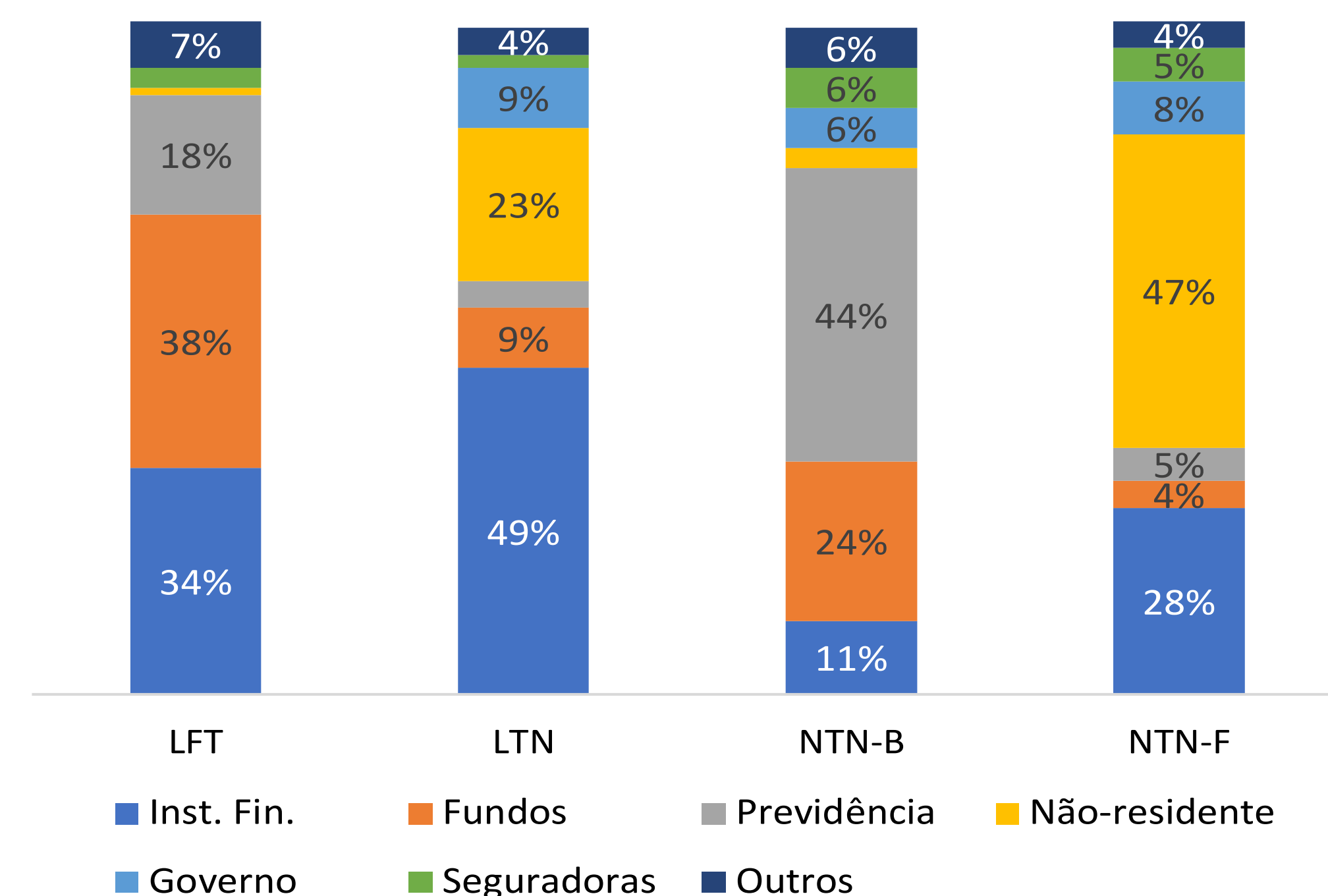
Fonte: Tesouro Nacional e Selic

O estoque da DPF detido pelo grupo de não residentes aumentou em R\$ 124,5 bilhões em 2021 (Figura 18), com incremento de 1,4 ponto percentual na participação relativa na base de detentores.

Figura 18 – **Variação da carteira de não-residentes (R\$ bilhões)**

Fonte: Tesouro Nacional, BCB e CVM

O cenário de elevação das taxas de juros de longo prazo no segundo semestre favoreceu a demanda de fundos de previdência por títulos de longo prazo, o que reforçou a participação significativa desses títulos na carteira desse grupo de detentores. A Figura 19 mostra a participação dos detentores por título. Destaque para 44% do total de NTN-B, em mercado, detido pelo grupo previdência, 47% da NTN-F detida por não residentes, 49% da LTN na carteira de instituições financeiras.

Figura 19 – **Participação de detentores por títulos**

Fonte: Tesouro Nacional

3.3. Tesouro Direto

Em sua base de investidores, o Tesouro Nacional dedica especial atenção ao Programa Tesouro Direto, programa de varejo para venda de títulos públicos a pessoas físicas. Mais do que uma alternativa de investimento oferecida a pequenos poupadores, o programa busca ainda contribuir para a educação financeira da sociedade.

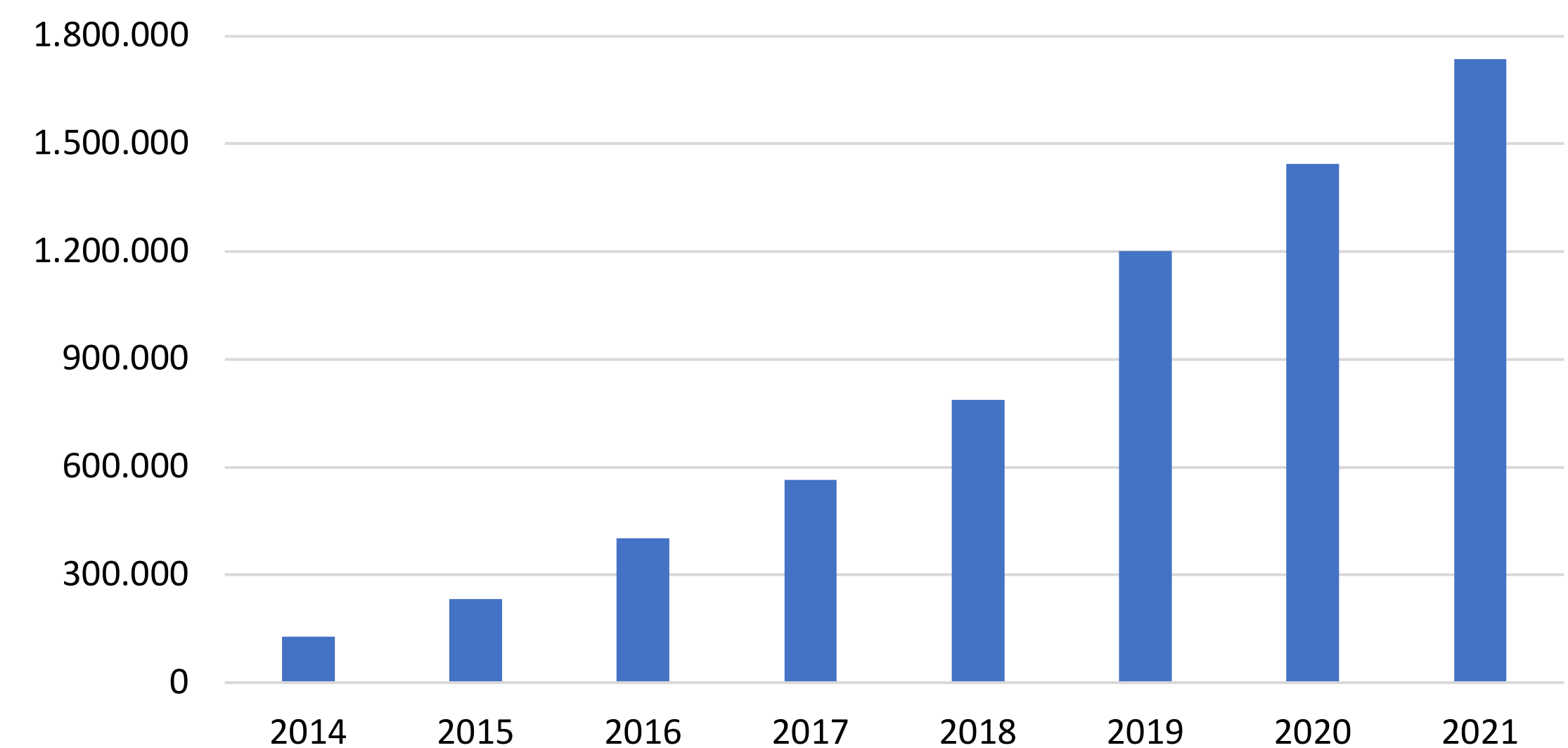
Com o objetivo de aprimorar a experiência do investidor, o Tesouro Direto lançou, em 2021, a liquidação de resgates antecipados em D+0 para as solicitações de investidores realizadas até às 13hs em dias úteis. Antes da implementação dessa melhoria, os recursos do resgate nos fins de semana e feriados só eram disponibilizados nas instituições financeiras dos investidores no segundo dia útil após a ordem de resgate (D+2). Agora, com a liquidação D+0, o investidor também reduz o prazo para o recebimento dos recursos das operações durante os fins de semana e feriados para D+1.

A comunicação com os investidores também apresentou novidades, como o [Blog do Tesouro Direto](#), com informações mais detalhadas sobre o programa. Houve a implementação de melhorias no atendimento ao investidor, com a disponibilização do [bot de atendimento](#) por meio do WhatsApp, uma ferramenta que facilita o esclarecimento das principais dúvidas.

Em relação ao desempenho do programa em 2021, segundo o [Balanço do Tesouro Direto](#), o estoque do programa cresceu 26,3%, alcançando o montante de R\$ 79,2 bilhões. Os títulos remunerados por índice de preços (Tesouro IPCA+) possuem a maior participação, com 55,1% do estoque.

Já o número de investidores com posição (investimentos) cresceu em 370 mil. É o segundo melhor desempenho da série histórica, sendo superado apenas pelo ano de 2019, quando o programa obteve 414 mil novos investidores com aplicações. Com esse resultado, o Tesouro Direto ultrapassou a marca de 1,8 milhão de investidores posicionados em 2021.

Figura 20 – Número de investidores ativos no Tesouro Direto



Fonte: Tesouro Nacional

3.4. Sistema de Dealers e Mercado Secundário de Títulos

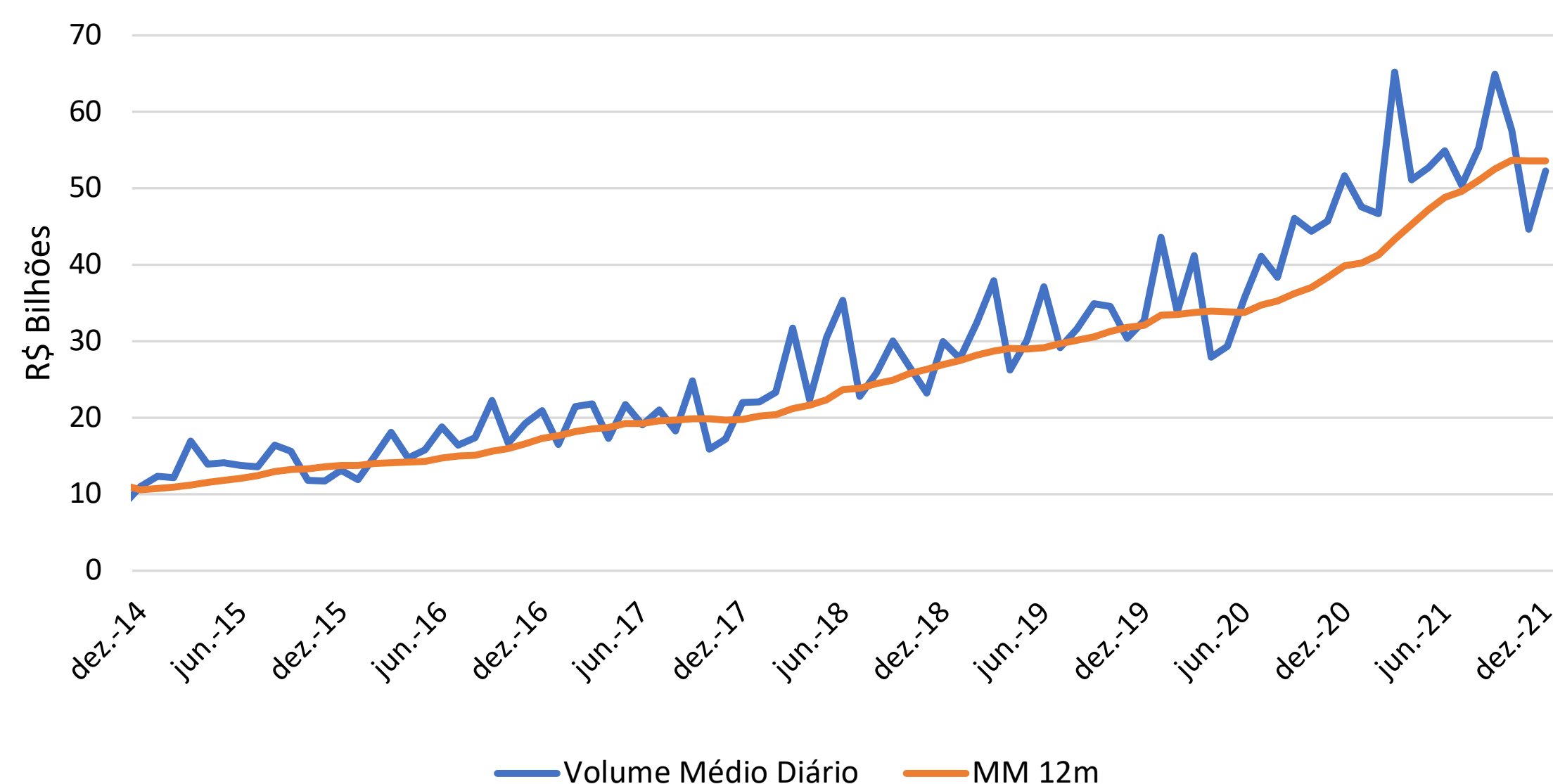
O Tesouro Nacional credencia instituições financeiras com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos. Conhecidas como *dealers*, essas instituições atuam tanto nas emissões primárias de títulos públicos federais, nas quais o Tesouro exige delas uma 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.

Dando continuidade à estratégia de utilizar o sistema de *Dealers* para fomentar o mercado de LFT, o Tesouro Nacional publicou a Portaria STN nº 689, de 11 de fevereiro de 2021, que passou a ter efeito em 10 de agosto de 2021. A principal mudança foi um ajuste nos percentuais destinados ao exercício da segunda volta (oferta de títulos a preços não competitivos, sob condições definidas nas portarias dos leilões competitivos). Cabe ressaltar que só tem direito à segunda volta aqueles *Dealers* que cumpriram suas metas de desempenho para: i) mercado primário; ii) mercado secundário; e iii) mercado secundário de LFT.

Ademais, buscando aumentar a semelhança com o que ocorre no mercado de prefixados e incentivar o segmento mais longo do mercado de NTN-B, o Tesouro Nacional alterou o prazo de exercício de compra a preço não competitivo (segunda volta) para D+1 desse segmento dos títulos.

Os dados na Figura 21 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\$ 52,3 bilhões em dezembro de 2021, considerando o conceito extragrupo (negociações entre instituições de diferentes conglomerados financeiros).

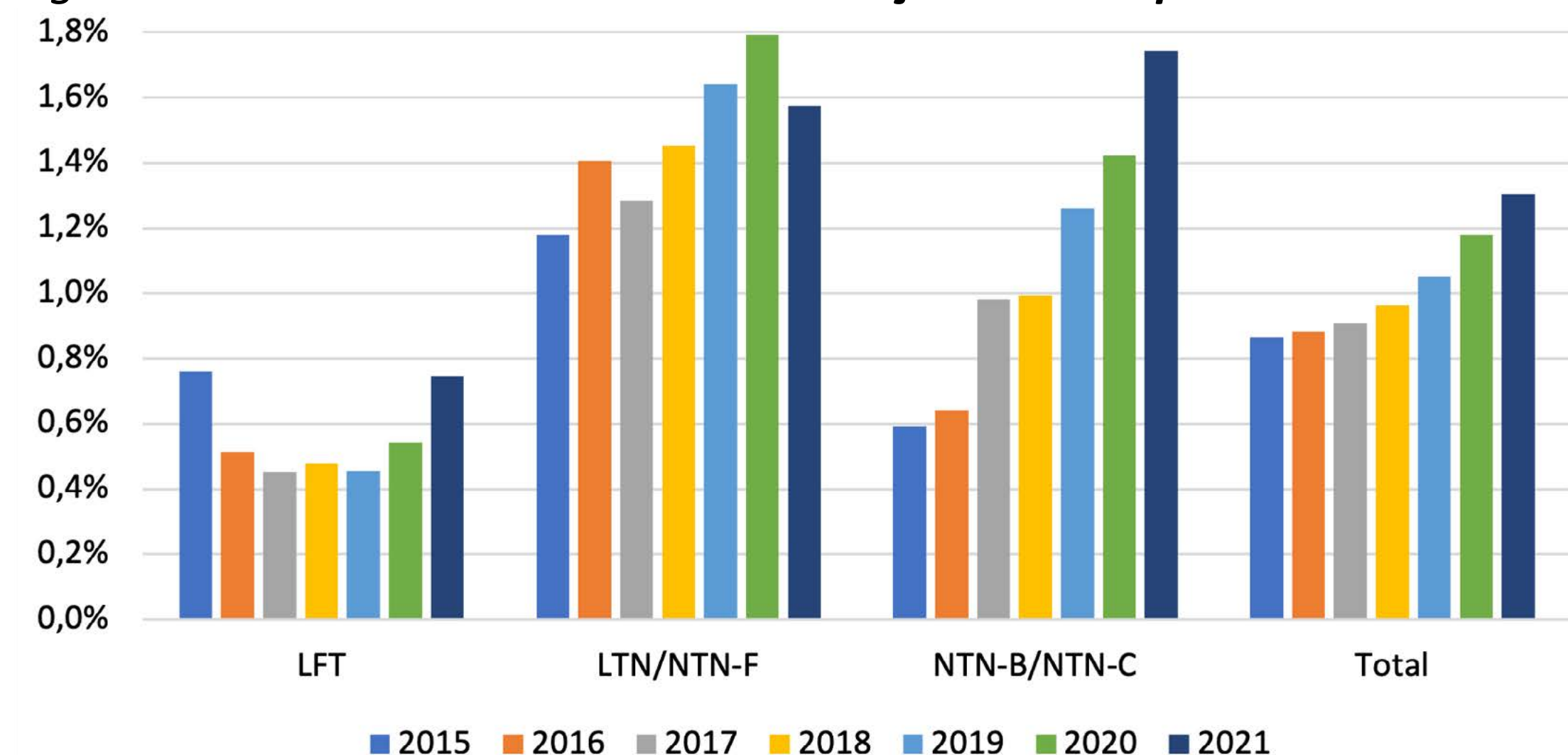
Figura 21 – Volumes Negociados no Mercado Secundário de Títulos Públicos



Fonte: Tesouro Nacional

A razão entre o volume negociado e o estoque de títulos (Figura 22), métrica importante de liquidez, apresentou elevação em 2021 (até dezembro) com exceção dos títulos prefixados. Apesar do recuo em termos percentuais, houve um aumento no volume total negociado de títulos prefixados.

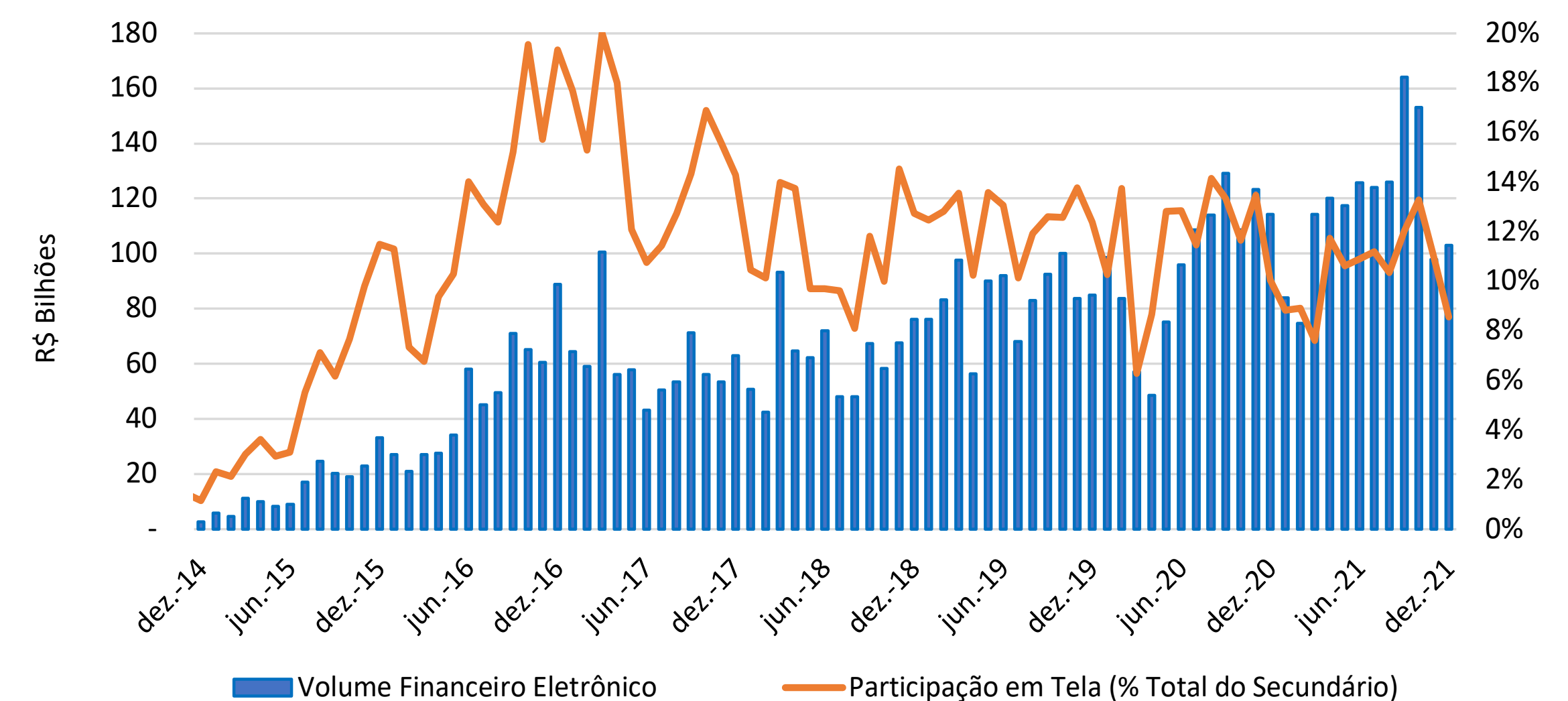
Figura 22 – Volume médio diário em relação ao estoque



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 mensal negociado em plataformas eletrônicas em janeiro de 2015 para cerca de R\$ 103 bilhões em dezembro de 2021.

Figura 23 – Mercado Secundário de Títulos Públicos em Plataformas Eletrônicas (volume mensal)



Fonte: Tesouro Nacional

4 Garantias

A dívida garantida⁸ dos entes subnacionais (estados e municípios), das estatais federais e das entidades controladas (estatais estaduais) constitui um passivo contingente da União, de modo que o acompanhamento do seu saldo, assim como a execução das honras de garantia⁹ é relevante para a gestão da DPF.

Como mostra o Quadro 5, ao final de 2021, o saldo devedor de garantias concedidas a operações de crédito sob responsabilidade do Tesouro Nacional totalizou R\$ 303,4 bilhões, sendo R\$ 112,9 bilhões em operações internas e R\$ 190,5 bilhões em operações externas.

Quadro 5 – Total de garantias e honras em operações de crédito (R\$ bilhões)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Garantias Internas	111,1	111,5	114,3	109,3	114,0	112,9
Estados	81,3	84,7	91,4	90,9	97,3	96,7
Municípios	4,0	3,9	3,9	4,9	6,9	8,2
Estatais Federais	24,7	22,5	18,8	13,5	9,8	8,0
Entidades Controladas	1,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
Garantias Externas	103,8	121,9	144,0	146,6	181,9	190,5
Estados	75,5	91,2	107,7	109,6	135,2	137,4
Municípios	10,7	11,1	13,5	14,6	20,0	22,4
Estatais Federais	13,9	14,0	15,3	14,7	17,2	21,5
Entidades Controladas	3,7	5,6	7,5	7,7	9,5	9,2
Total de Garantias	214,9	233,4	258,3	255,9	295,9	303,4
Total Honras de Garantias	2,4	4,1	4,8	8,4	13,3	9,0

Fonte: Tesouro Nacional

⁸ Dívida que a União é responsável pelo pagamento em caso de inadimplemento do credor original.

⁹ Situação em que a União efetivamente paga a obrigação, pois o mutuário tornou-se inadimplente.

Em 2021, o valor das garantias honradas alcançou R\$ 8,96 bilhões, referentes às inadimplências de 5 estados (R\$ 8,96 bilhões) e 1 município (R\$ 1,56 milhão). O quadro abaixo apresenta as garantias honradas dos entes subnacionais ao longo de 2021.

Quadro 6 – Garantias Honradas em 2021 (R\$ - milhões)

Mutuário	Honras 2021	%
Estados	8.963,3	100,0%
Rio de Janeiro	4.180,5	46,6%
Minas Gerais	3.130,0	35,8%
Goiás	1.301,5	14,2%
Amapá	194,3	2,1%
Rio Grande do Norte	157,0	1,3%
Municípios	1,6	0,0%
Belford Roxo - RJ	1,6	0,0%
Total Geral	8.964,8	100,0%

Fonte: Tesouro Nacional

Atualmente, a União está impedida de recuperar as contragarantias referentes às honras de garantia de estados que obtiveram liminares no Supremo Tribunal Federal (STF) ou que tenham aderido ao Regime de Recuperação Fiscal - RRF¹⁰. O aumento de honras de garantia sem a correspondente recuperação das contragarantias tem como efeito final o aumento da DPF, uma vez que essas despesas são pagas com recursos de emissão de dívida. Dessa forma, a inadimplência de alguns entes tem o reflexo de aumentar as despe-

¹⁰ Instituído pela LC 159/2017 e alterado pela LC 178/2021, estabelece um plano de recuperação econômica para estados em grave situação fiscal, em que se concede condições diferenciadas para pagamentos de dívida, acesso a crédito, entre outros, em contrapartida a reformas fiscais e outras exigências para equilibrar as finanças estaduais.

sas financeiras do Governo Federal, onerando a sociedade como um todo.

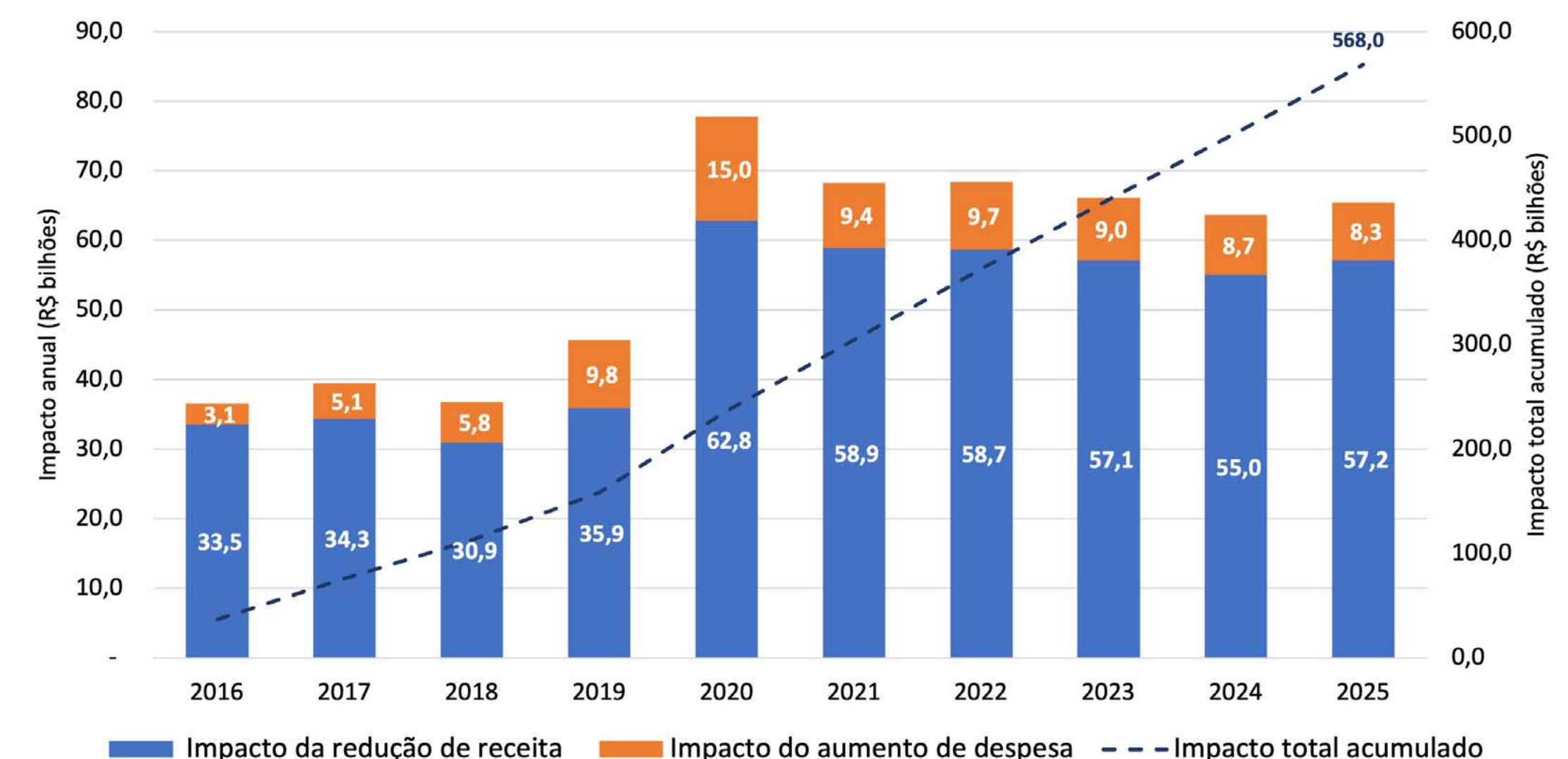
Além do impacto das honras na DPF, as receitas do Governo Federal relativas a refinanciamento de dívidas vêm caindo devido às renegociações de dívidas com os entes subnacionais promovidas pelas LC nº 148/2014, LC nº 156/2016 e LC nº 178/2021, que alteraram retroativamente índices de correção e taxa de juros, bem como alongaram a dívida, culminando na redução do fluxo esperado de recebimentos pela União, ao RRF e às liminares judiciais que possibilitam a alguns estados devedores a suspensão do pagamento de suas dívidas. Além desse impacto nas receitas, o RRF e as decisões judiciais expedidas pelo STF aumentam as despesas da União devido à necessidade de honrar garantias em contratos dos entes junto a diversos credores, sem a possibilidade de acessar suas contragarantias.

O impacto total devido às operações de reestruturações ocorridas após 2014, incluindo aquele sobre as receitas¹¹ e o aumento de despesas de honras de garantia, encontra-se na Figura 24.

O impacto total em 2021 (valores corrigidos pelo IPCA até 31/12/2021) foi de R\$ 77,8 bilhões, dos quais R\$ 62,8 bilhões correspondem a receitas frustradas e R\$ 9,4 bilhões a despesas com honras de garantia. Esse impacto representa um aumento de igual proporção na necessidade de financiamento do Governo Federal no ano passado.

¹¹ O impacto sobre as receitas pode ser, resumidamente, decomposto em três partes. A primeira, decorrente da LC 148/14, representa renúncia de receita frente à redução dos encargos contratuais e troca dos indexadores. A segunda, fruto da LC 156/16, representa diminuição do fluxo de receita no curto e médio prazo em decorrência do alongamento e carência para pagamento das dívidas. A terceira, decorrente da LC 178/21, de forma semelhante à anterior, representa diminuição do fluxo de receita em virtude do refinanciamento de dívidas anteriores.

Figura 24 – Impactos de reestruturações e honras de aval* (R\$ bilhões)



*Os valores foram corrigidos pelo IPCA, posição 31/12/2021

Fonte: Tesouro Nacional

A STN divulga o [Relatório Quadrimestral de Operações de Crédito Garantidas](#) com uma visão global desse passivo contingente ao qual a União está exposta.

Além disso, os dados do relatório estão disponíveis na página das [Histórias das Garantias](#), que explica as garantias concedidas pela União de forma didática e inovadora, e no [Painel de Garantias](#), que permite visualizar os dados detalhados sobre as garantias. Por fim, o [Painel de Garantias Honradas](#) traz as informações disponíveis sobre as garantias honradas pela União.

5 Conclusão

A execução da estratégia de financiamento da DPF em 2021 foi bem-sucedida ao reduzir a proporção de dívida de curto horizonte e alongar seu prazo médio. Além disso, o Tesouro Nacional logrou êxito em reforçar as disponibilidades de caixa para pagamento de dívida¹, que iniciam 2022 em montante equivalente a pelo menos 9 meses de sua maturação. É um colchão importante para manejo dos desafios que ainda remanescem no curto prazo, permitindo atuar com tranquilidade em momentos de maior volatilidade.

O ano de 2021 ilustra a relevância de se contar com graus de liberdades para ajustar a estratégia de financiamento às condições de mercado. O primeiro semestre foi favorável às emissões de títulos públicos em volumes mais elevados, permitindo refinar as elevadas torres de maturação sem recorrer aos instrumentos de curtíssimo prazo. Assim, modificou-se para melhor o perfil de vencimentos dos próximos períodos, revertendo-se parte dos impactos da pandemia na estrutura da DPF. Já no segundo semestre, sob maior volatilidade, mas com uma posição confortável de caixa, o Tesouro reduziu as emissões em alguns momentos como forma de assegurar o bom funcionamento do mercado de renda fixa. Houve menor emissão de títulos prefixados (LTN e NTN-F) e aumento dos títulos com taxas flutuantes (LFT).

Os desafios vivenciados pela gestão da DPF ao longo de 2021 deixam clara a necessidade de se prosseguir com a agenda de reformas fiscais para consolidação de um ambiente macroeconômico favorável à redução do endividamento público e melhora em sua composição. Embora nos últimos anos os indicadores de custo tenham se beneficiado do aumento da parcela de títulos flutuantes na DPF, diante da redução da taxa Selic observada em 2020, o recente ciclo de aperto monetário ilustra bem os riscos aos quais a trajetória da dívida está exposta.

Neste contexto, este RAD contribui para fomentar a discussão da relevância de um cenário fiscal favorável à gestão da dívida pública, ao trazer informações sobre o desempenho da estratégia de financiamento e os resultados dos principais indicadores da DPF. O Tesouro segue comprometido com a busca de um balanço adequado entre custos e riscos da dívida, observadas sempre as condições de mercado.

¹ A comparação das disponibilidades de caixa é feita com os vencimentos da DPMFi e com os Encargos do Banco Central. A dívida externa (DPFe) tem pouca representatividade na DPF e tem sido financiada por recursos oriundos de emissões no exterior ou pela compra de dólares.