

## Menor incerteza favorece gestão da dívida pública<sup>16</sup>

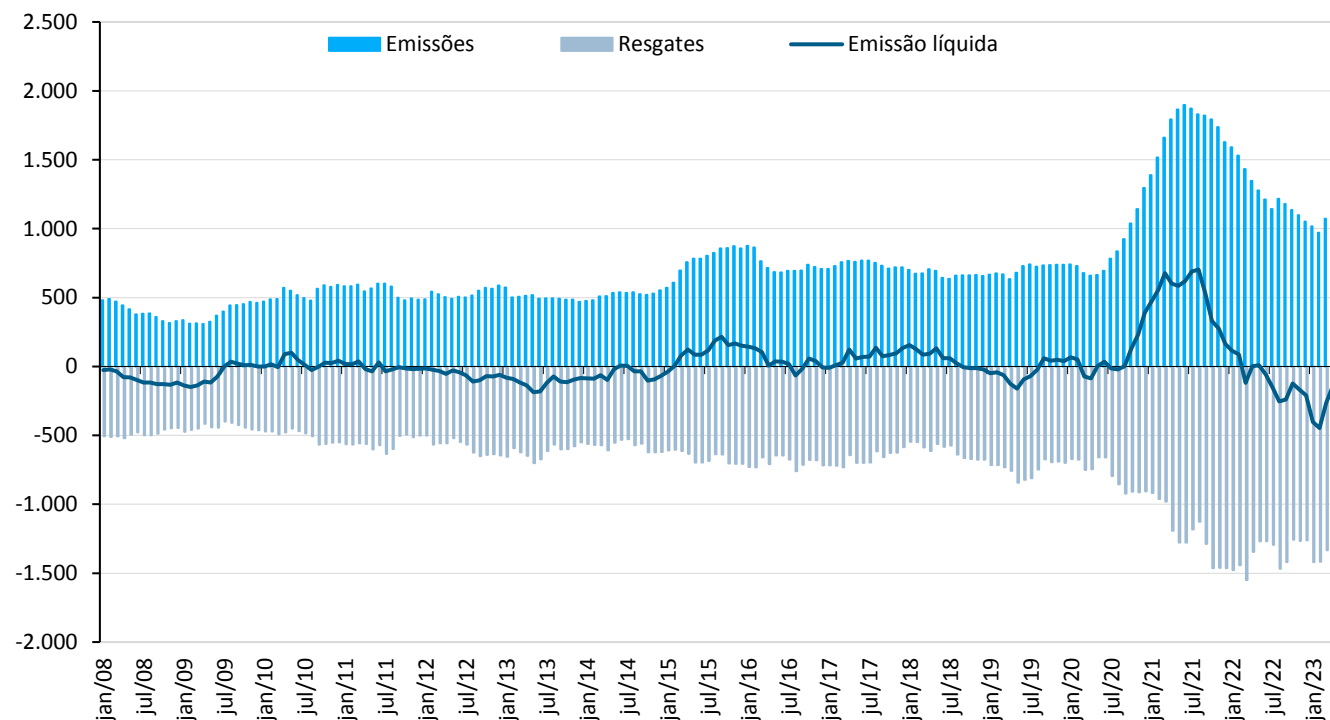
Alexandre Andrade

*Os números do Tesouro evidenciam melhores condições para a gestão da dívida pública em um ambiente em que as incertezas estão se dissipando e os prêmios de risco, caindo. O comportamento do custo médio da dívida nos três últimos meses reflete um cenário mais favorável em relação a juros e inflação.*

Os dados mais recentes da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) sugerem um aumento nas emissões líquidas de títulos públicos a partir de março, enquanto o custo médio do estoque da dívida pública começou a ceder no período. Tudo leva a crer que o Tesouro tem aproveitado um ambiente mais favorável, com redução das incertezas e dos prêmios de risco, para aumentar as emissões e colocar títulos prefixados e atrelados a índices de preços, reduzindo, assim, a exposição da dívida a títulos com remuneração dada por taxas de juros flutuantes.

De acordo com a STN, os resgates de títulos da Dívida Pública Federal (DPF) superaram as emissões em R\$ 75,0 bilhões em maio. Isso ocorreu em razão do resgate de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) no montante de R\$ 214,5 bilhões, concentrado em papéis com remuneração atrelada à inflação (NTN-B).

### GRÁFICO 9. EMISSÕES, RESGATES E EMISSÕES LÍQUIDAS DA DPMFI (R\$ BILHÕES) ACUMULADAS EM 12 MESES



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

No acumulado do ano até maio, as emissões de títulos da DPF somaram R\$ 582,2 bilhões, enquanto os resgates totalizaram R\$ 783,0 bilhões, configurando emissão líquida negativa de R\$ 200,9 bilhões no período. Nos cinco primeiros meses de 2022, a emissão líquida de títulos pelo Tesouro foi negativa em R\$ 128,2 bilhões. Como discutido no RAF nº 74<sup>17</sup>, de março de 2023, desde o início do ano passado o volume de emissões é inferior ao dos resgates. No segundo semestre de 2022 esse movimento ficou mais acentuado, mas está sendo revertido de março para cá.

<sup>16</sup> Acesse o relatório completo por aqui: [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/635756/RAF78\\_JUL2023.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/635756/RAF78_JUL2023.pdf).

<sup>17</sup> Link para acesso ao documento: [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/607069/RAF74\\_MAR2023.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/607069/RAF74_MAR2023.pdf).

Desconsiderando as emissões e os resgates da Dívida Pública Federal Externa (DPFe), o Gráfico 9, também apresentado no RAF nº 74, contém as somas acumuladas em 12 meses das emissões, resgates e emissões líquidas da DPMFi. O Gráfico indica que, historicamente, as emissões líquidas oscilam ao redor de zero. A exceção ocorreu durante a pandemia da covid-19: em 2020 e 2021, o governo precisou fazer uso das emissões de títulos para financiar as despesas primárias extraordinárias voltadas a mitigar os efeitos econômicos e sociais da crise sanitária. Por essa razão, a curva na cor azul escuro do Gráfico 9 se distancia do zero, retornando a níveis mais baixos a partir de 2022.

Em 2022, o governo pôde reduzir as emissões em função da queda nas despesas primárias voltadas ao combate da pandemia. Além disso, dois dos principais indexadores dos títulos públicos, a Selic e a inflação, subiram ao longo do ano passado, piorando as condições de emissão de títulos da dívida, o que pode ter feito o Tesouro reduzir o volume de emissões e usar outros instrumentos de gestão da dívida pública, como a reserva de liquidez.

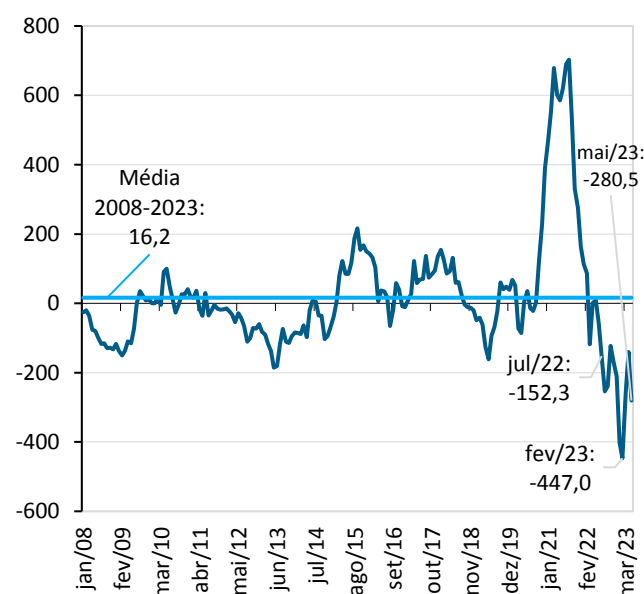
Desde março de 2023, o Tesouro tem incrementado as emissões de títulos. As emissões líquidas da DPMFi, na comparação em 12 meses, saíram de um volume negativo de R\$ 447,0 bilhões em fevereiro para um montante, ainda negativo, de R\$ 262,5 bilhões em março, R\$ 140,4 bilhões em abril e R\$ 280,5 bilhões em maio. Essa redução ocorrida em maio, como já explicado, deveu-se ao vencimento de uma soma grande de títulos atrelados à inflação no período. De todo modo, ao que tudo indica, o Tesouro tem aproveitado um ambiente mais favorável, de redução das incertezas, arrefecimento da inflação e queda nos juros longos, para aumentar a colocação de títulos.

O Gráfico 10 apresenta uma série histórica de emissões líquidas da DPMFi acumuladas em 12 meses, assim como o volume médio do período de janeiro de 2008 a maio de 2013. Pela figura, fica nítido o grande aumento de emissões que o Tesouro precisou fazer entre 2020 e 2021, conforme apresentado no Gráfico 9. Chama a atenção, no entanto, a redução substancial nas emissões líquidas a partir do segundo semestre de 2022, que caíram bem abaixo da média histórica de R\$ 16,2 bilhões.

A redução no volume de emissões pelo Tesouro no segundo semestre de 2022 pôde ser realizada em função do bom desempenho de outras fontes de recursos que integram a reserva de liquidez<sup>18</sup>, um importante instrumento de gestão da dívida pública. O Gráfico 11 apresenta a evolução do índice de liquidez da dívida pública, que mostra a suficiência de recursos da reserva de liquidez para cobrir os vencimentos dos títulos da DPMFi. O indicador é medido em meses.

Em maio, último mês com informação disponível, o índice de liquidez foi de 8,1, indicando haver recursos suficientes na reserva de liquidez para o pagamento de oito meses de vencimentos da DPMFi. O índice havia caído a 6,9 meses em fevereiro. Na média de 2015 a 2023 até maio, o índice de liquidez médio foi de 9,3 meses.

**GRÁFICO 10. EMISSÕES LÍQUIDAS DA DPMFi (R\$ BILHÕES) ACUMULADAS EM 12 MESES**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

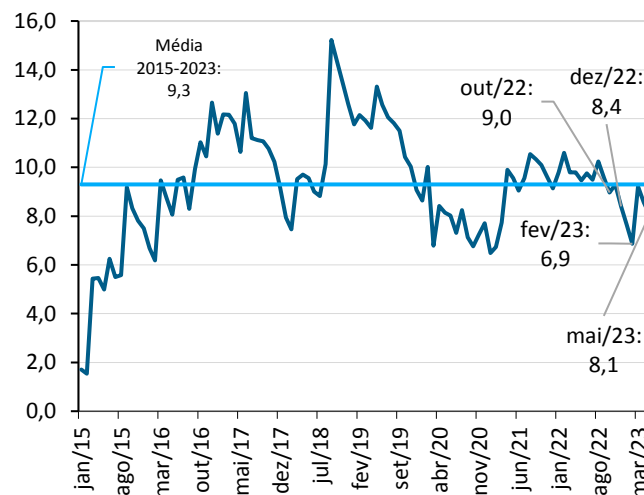
<sup>18</sup> De acordo com o Tesouro, a reserva de liquidez da dívida pública, também denominada colchão, contém as disponibilidades de recursos voltadas exclusivamente ao pagamento da dívida e o saldo em caixa dos recursos oriundos da emissão de títulos.

As emissões líquidas afetam a reserva de liquidez por integrarem o caixa das disponibilidades do Tesouro para o pagamento de dívida. Além das emissões, outras variáveis afetam a reserva de liquidez, como a necessidade de cobertura do déficit primário. Em 2022, o governo central teve superávit primário de R\$ 54,1 bilhões. A realização de superávits primários são essenciais, nas circunstâncias brasileiras, para ajudar o Tesouro na gestão da dívida pública.

Algumas receitas orçamentárias exclusivas para o pagamento da dívida pública também afetam a reserva de liquidez, como a arrecadação proveniente de dividendos das empresas estatais, o resultado operacional do Banco Central, o retorno de operações de crédito e a desvinculação de recursos de fundos públicos. Ao longo de 2022, essas fontes foram positivas e permitiram ao Tesouro reduzir o volume de emissões em um ambiente de maior incerteza, com Selic e inflação relativamente elevadas.

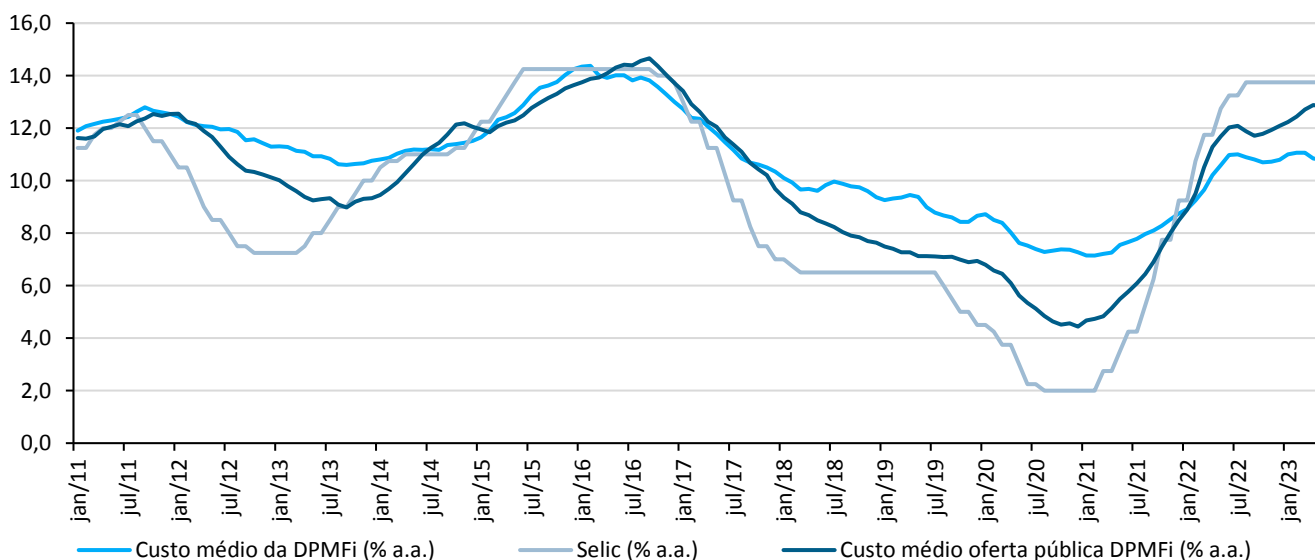
Tem favorecido um cenário de maior volume de emissões o arrefecimento do custo médio da dívida. Ainda de acordo com informações da STN, o custo médio do estoque da DPMFi caiu pelo segundo mês consecutivo em maio na comparação mensal. No mês, o custo médio foi de 10,79% a.a., ante 10,84% a.a. em abril e 11,06% a.a. em março. Por sua vez, o custo médio em oferta pública da DPMFi caiu de 12,89% a.a. em abril para 12,83% a.a. em maio (Gráfico 12).

**GRÁFICO 11. ÍNDICE DE LIQUIDEZ DA DÍVIDA PÚBLICA (Nº DE MESES)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI

**GRÁFICO 12. CUSTO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA (ESTOQUE E OFERTAS PÚBLICAS), ACUMULADO NOS ÚLTIMOS 12 MESES (% AO ANO) E TAXA SELIC - META (% AO ANO)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IFI.

Esse alívio no custo médio da dívida guarda relação com o arrefecimento da inflação e a redução dos juros futuros a partir de março, o que reflete um ambiente de menor incerteza e menores prêmios de risco.

Informações levantadas pela IFI nos leilões realizados pelo Tesouro<sup>19</sup> mostram ter havido continuidade nas quedas das taxas dos títulos da DPMFi em junho. O título prefixado com vencimento em 1º de julho de 2026, por exemplo, teve taxa média de emissão de 11,01% a.a. em junho, contra 11,54% a.a. em maio. Os títulos atrelados a índices de preços e os pós-fixados também registraram reduções nas taxas de emissão em junho. As informações referentes aos títulos e os respectivos vencimentos são comunicados trimestralmente pelo Tesouro e podem sofrer alterações ao longo do tempo.

Para concluir, os dados referentes ao custo médio e às emissões de títulos evidenciam um ambiente mais favorável, com menor incerteza e redução nos prêmios de risco. As incertezas presentes no começo do ano estão sendo dissipadas à medida que as pautas econômicas têm avançado no Congresso, como a aprovação do arcabouço fiscal e a perspectiva de votação da reforma da tributação incidente sobre o consumo.

O recuo da inflação e a redução nos juros longos já provocaram alguma redução no custo, que deverá cair mais quando o Banco Central iniciar o ciclo esperado de afrouxamento monetário. Ao mesmo tempo, aproveitando a melhora no ambiente doméstico, o Tesouro deverá aumentar as emissões nos próximos meses. Esperam-se condições mais favoráveis para a colocação de títulos prefixados e atrelados a índices de preços, reduzindo a exposição a títulos pós-fixados (remuneração dada pela Selic).

---

<sup>19</sup> Link para acesso à planilha: <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados/dados>.