

Piora no perfil da dívida e subida da Selic aumentam o custo da rolagem

Tesouro Parcela de títulos pós-fixados avança no ano e mercado vê incerteza fiscal com cautela

Piora na composição da dívida e alta da Selic ligam alerta para aumento no custo de rolagem

Gabriel Roca e Victor Rezende
De São Paulo

Em um ano no qual o Tesouro Nacional vem concentrando suas emissões em títulos atrelados à Selic, a dinâmica fiscal tem preocupado cada vez mais os participantes do mercado, no momento em que o Banco Central aperta adicionalmente a política monetária. Embora os agentes financeiros ressaltem que o colchão de liquidez segue em níveis bastante confortáveis, os riscos têm aumentado e levam o mercado a ver um custo adicional relevante para a gestão da dívida pública.

Diante das incertezas elevadas nos mercados domésticos e locais, o Tesouro se apoiou nas emissões de Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) ao longo do ano. Do volume de dívida colocada no mercado em 2024, de aproximadamente R\$ 1,13 trilhão, títulos indexados à Selic totalizaram 65% do montante (R\$ 738,3 bilhões). Assim, no momento em que um ciclo de elevação de juros tem início, os agentes se mostram ainda mais cautelosos com o custo da dívida.

O estrategista de renda fixa da BGC Liquidez, Daniel Leal, fez alguns exercícios para ilustrar os impactos da piora da composição da dívida no custo de rolagem.

Utilizando o ponto médio da estimativa do Plano Anual de Financiamento (PAF) no início do ano — que previa uma banda entre 40% e 44% de participação de LFTs na dívida —, Leal assumiu que o percentual de títulos atrelados à Selic ficaria em 42% ao longo dos anos de 2024 e 2025. Já em um cen-

nário atualizado, o profissional utilizou o que ele considera como a hipótese mais provável para a composição da dívida, com a parcela de LFTs alcançando 47% até o fim de 2024 e permanecendo nesse nível no próximo ano.

Nesse ambiente de piora da composição, o estrategista calculou a diferença do custo da dívida entre o cenário esperado no início do ano e o atual, que contemplam, em especial, trajetórias bastante diferentes nas expectativas para os rumos da Selic. Se, no início do ano, a perspectiva geral era de queda nos juros, agora o BC já deu início a um ciclo de aperto e o mercado espera um aumento no grau de restrição à frente.

“Esse impacto de estar com uma participação maior de LFTs na dívida geraria um custo adicional de R\$ 17 bilhões em 2024 — os números são parecidos quando usamos a precificação de mercado ou o Focus. Já em 2025, pelo que está precificado na curva de juros, o custo adicional seria de R\$ 42,5 bilhões, pelas estimativas do Focus, de R\$ 38,5 bilhões”, calcula.

“É importante o exercício para entender como uma participação elevada de LFTs na dívida pode acabar elevando o seu custo. E também mostra a necessidade do Tesouro de aproveitar melhor as janelas de oportunidade que o mercado dá. No início do ano, o Tesouro poderia ter emitido mais títulos prefixados, já que a curva tinha taxas muito mais baixas que agora. Provavelmente havia algum otimismo que o juro seria mais baixos do que são. Mas quebramos essa expectativa de queda da Selic

para novas altas. Não à toa, a composição ótima da dívida é de 25% em LFTs e já estamos indo para o dobro disso”, enfatiza Leal.

Na visão do estrategista, o Tesouro perdeu boas oportunidades de emitir mais títulos prefixados e Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-Bs), papéis atrelados à inflação. Isso reduziria a parcela atrelada à Selic e traria mais previsibilidade, uma vez que parte das notas é prefixada. “Na terça-feira [no leilão semanal], tinha demanda no mercado e ele acabou fazendo um lote bastante reduzido de NTN-Bs. Acho que o Tesouro precisa repensar um pouco a sua atuação para não ficar tão dependente das LFTs. Se o cenário otimista não se realiza, que é o que eles tinham no início do ano, acaba dificultando muito a gestão da dívida para os próximos anos. O Tesouro deveria estar bastante alerta”, afirma.

O cálculo, segundo Leal, é apenas um exercício, já que uma elevação na Selic tem impacto no custo da dívida como um todo, e não somente nos papéis atrelados ao juro básico. Segundo as estimativas do estrategista, ao se levar em conta as estimativas do Focus para os juros no início do ano e atualmente, o custo adicional para a dívida em 2024 seria de R\$ 47 bilhões e, em 2025, totalizaria R\$ 160 bilhões. Ao se considerar a precificação da curva de juros, que contempla uma Selic de até 12,75%, o valor adicional seria de R\$ 66 bilhões em 2024 e de R\$ 210 bilhões no ano que vem.

“É uma tendência preocupante, mas, no fundo, o que mais importa é que o juro real está muito mais elevado. Mesmo que a estratégia seja continuar emitindo mais dívida prefixada e indexada ao IPCA, a carga de juros não ficaria menor, até porque o governo teria de pagar muito mais prêmio para colocar esses instrumentos”, observa Carlos Kawall, ex-secretário do Tesouro e diretor da Oriz Partners.

O executivo, nesse sentido, acredita que, no contexto atual, a utilização das LFTs ajuda a servir como um “paliativo”, algo que não resolve a situação, mas que, ainda, assim, não é o grande problema na condução da dívida pelo Tesouro. “O problema está na trajetória não sustentável de elevação dos gastos



“Composição ótima da dívida é de 25% de LFTs e já estamos indo para o dobro”
Daniel Leal

preços dos ativos estavam negociando como se estivessem em um ambiente de dominância fiscal. O assunto foi tema de debates, na última sexta-feira (20), na PUC-Rio. Economistas que estiveram no seminário da Casa das Garças notam que os presentes fizeram alertas sobre a condução das contas públicas, mas não compartilharam da ideia de que o Brasil está em um cenário de dominância fiscal agora.

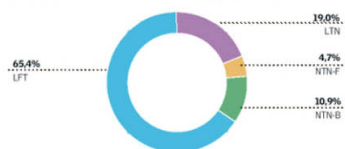
“Por mais que a despesa como proporção do PIB esteja estável, a dívida deve continuar subindo. As projeções para 2030 estão batendo nos 93% a 95% do PIB. E esse ciclo de política monetária, com uma dívida ainda mais indexada à Selic, acaba trazendo de volta aquela preocupação sobre dominância fiscal. Não é um debate para agora, mas é preciso de medidas para evitar que cheguemos a isso”, afirma o sócio e gestor da Novus Capital, Luiz Eduardo Portella.

Na visão do gestor, é um momento ruim para o Brasil, especialmente devido aos anúncios recentes de medidas fiscais que buscam diluir as restrições do arcabouço fiscal. “Não é mais uma incerteza sobre o arcabouço. Passou a ser uma visão negativa sobre uma possível volta de expedientes de contabilidade criativa. Faz com que a gente fique em uma espiral um pouco negativa. Essa janela positiva no cenário internacional, de cortes de juros nos Estados Unidos, pode acabar se fechando e podemos ficar em um cenário ruim.”

A Novus mantém posições “tomadas” em juros nominais (aposta na alta das taxas), de acordo com Portella, ao avaliar que o mercado deve pedir prêmios ainda maiores no mercado de juros. A maior parte do risco da gestora, porém, está alocada no exterior, mas há posições vendidas (aposta na queda) em bolsa e em dólar contra o real.

Emissões de títulos públicos no ano

Participação no volume financeiro emitido em 2024 (em %)



Fonte: Tesouro Nacional, elaboração Valor

Veículo: Impresso -> Jornal -> Jornal Valor Econômico - São Paulo/SP

Seção: Finanças Caderno: C Página: 1