

Parte 3

Capítulo 7

Venda de títulos públicos pela internet: Programa Tesouro Direto

André Proite¹

1 Introdução

Quando se fala em financiamento do governo por meio do varejo, essa prática remete a um passado distante e curioso. Registros datam do século XVII na França, que lançava mão dessa modalidade para financiar a Guerra dos Trinta Anos. No século seguinte, o governo do Reino Unido financiou-se por intermédio de pequenos investidores privados com instrumentos que sobrevivem até hoje (WORLD BANK, 2006). Na Suécia, o Estado emitiu títulos especiais para construir navios de batalha. Os motivos variam assim como os países, mas há razões importantes que justificam o interesse sobre o mercado de títulos públicos em varejo.

O objetivo deste capítulo é fornecer maiores informações acerca do Tesouro Direto – programa do Tesouro Nacional de venda de títulos públicos federais da dívida interna diretamente a pessoas físicas por meio da internet no Brasil.

1.1 Por que desenvolver um programa deste tipo?

Em muitos países, o governo devota atenção especial para os investidores pequenos como financiadores de seu déficit orçamentário em contraste com o mercado institucional (*wholesale*). Na maioria dos casos, o governo pode ser reconhecido como o único tomador de empréstimos livre de risco de crédito, fato este de particular importância para aqueles que são a fonte primária de poupança. Qualquer que seja sua significância em termos proporcionais, o desenvolvimento desse mercado especial deve ser de elevada importância para os formuladores de política econômica. (MCCONNACHIE, 1997)

Uma questão que surge naturalmente remete à importância da poupança. Mesmo quando se coloca de lado o debate macroeconômico sobre a taxa de poupança nacional, há pouca dúvida sobre a necessidade das famílias em pouparem. Em geral, estas precisam de recursos para lidar com choques temporários no fluxo de renda, mas uma fração surpreendente da população não possui recursos suficientes para sustentar alguns meses de despesas. (TUFANO; SCHNEIDER, 2005)

Possivelmente, há quatro razões principais para se preocupar com essa questão. Primeiro, o agregado de pequenos investidores pode ser grande e diversificado, mas ainda relativamente inexplorado. Pode-se argumentar

¹ O autor agradece os valiosos comentários da equipe de Relacionamento Institucional (em ul./2008), particularmente Fabio Guelfi, Fabricio Moreira, Flávia Fernandes, Juliana Coelho, Leonardo Tavares e Helena Menezes, além de todos os envolvidos na precificação dos títulos, no registro e no pagamento. Importantes informações foram passadas pelos que lidam com a custódia de títulos na BM&FBovespa, em especial Gustavo Laurino, Valmir Soler, Valéria Lorenzo e Alexandre Gushi.

que esse mercado contrabalanceia possíveis desequilíbrios decorrentes da concentração de investidores institucionais, muito importante em mercados estreitos e nos quais haja um consenso entre as autoridades de que, na ausência de algum grau de competição, as taxas de juros (*yields*) podem ser forçadas contra eles.² A literatura (WHEELER; JENSEN, 2000) mostra que a redução de custos pode ser obtida por diversos meios, mas que alguns são mais eficientes no longo prazo. Segundo, o financiamento do déficit público via investidores individuais pode assistir a política monetária reduzindo a base de depósitos nos bancos comerciais³ (MCCONNACHIE, 1997). Terceiro, pode haver um efeito benéfico no desenvolvimento de outros mercados financeiros em economias em desenvolvimento. Quarto, os governos geralmente veem a formação de poupança como um hábito geral de interesse para a nação.

A tecnologia diminuiu custos e aumentou o acesso a um leque variado de serviços financeiros (GLAESSNER; KANTUR, 2004). Posto isso, o Tesouro Direto (TD) começou a ser concebido pelo Tesouro Nacional em 2001, tendo como principais objetivos a democratização do acesso a títulos públicos, a disseminação do conceito de dívida pública, o incentivo à formação de poupança de médio e longo prazos e o aumento da base de demandantes dos títulos públicos. Em 6 de novembro de 2001, foi celebrado Acordo de Cooperação Técnica entre o Tesouro Nacional (TN) e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLIC), com vistas à oferta pública de títulos federais pela internet. Em 12 de dezembro de 2001, foi publicada a Portaria STN nº 554, que regula a oferta pública de títulos pela internet. Finalmente, em 7 de janeiro de 2002, foi iniciada a oferta de títulos públicos no *site* da internet www.tesourodireito.gov.br.

Além desta Introdução, este capítulo está dividido em cinco seções. A seção 2 trata dos objetivos do programa; a seção 3 descreve seu modo de funcionamento; a seção 4 apresenta e discute os resultados; a seção 5 traz um breve relato de outras experiências internacionais; e a seção 6 conclui.

2 Objetivos do Tesouro Direto

A ideia subjacente ao programa remetia à necessidade de criar novas alternativas para o pequeno investidor, como um produto complementar que não passasse pela indústria de fundos de investimento. Esse importante segmento era, até então, praticamente o único canal de distribuição de títulos públicos ao público geral. No entanto, as taxas cobradas pela maioria das instituições eram relativamente elevadas para o pequeno poupador. O programa motivaria, em princípio, as instituições a diminuir sua margem para produtos de pouco valor agregado. Além disso, a base de investidores da dívida pública doméstica seria ampliada de maneira que o Tesouro Nacional – na qualidade de gestor – pudesse extrair os benefícios dessa diversificação. Por fim, deve-se mencionar o caráter didático do programa ao dar transparência e disseminar os princípios da administração da dívida brasileira.

2.1 Aumento da base de investidores

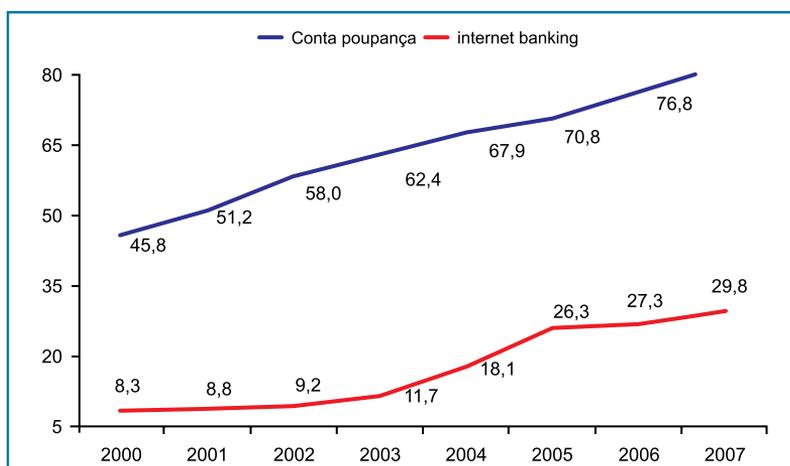
O aumento da base e a maior heterogeneidade de investidores colaboram para dar maior flexibilidade ao governo no gerenciamento da dívida pública brasileira, uma vez que permitem o alongamento da dívida a custos menores ao diminuir o grau de concentração da demanda. É nesse sentido que recai a importância

² Na Suécia, por exemplo, o Parlamento tem como diretriz, que o National Debt Office deve ser financiado pelo pequeno investidor somente se isso contribuir para reduzir a taxa de juros obtida pelo Estado.

³ No caso da Bulgária, as autoridades citam esse motivo como uma das justificativas para desenvolver esse mercado.

da adoção de políticas como o Tesouro Direto. Ainda, a representatividade do estoque de títulos vendidos no âmbito do programa é pequena, pois esse montante alcançava cerca de 0,11% do estoque da DPMFi (Dívida Pública Mobiliária Federal interna) em dezembro de 2007. Contudo, esse número não deve ser considerado isoladamente, ao contrário de outros países onde há uma cultura de poupança de longo prazo. Esse costume ainda é incipiente no caso brasileiro, e a potencialidade do programa é enorme no Brasil, onde atualmente se estima que, em 2007, havia cerca de 30 milhões de pessoas usuárias de *internet banking*, contra apenas 8 milhões sete anos antes. O número de pessoas com recursos em conta poupança também teve um salto significativo nesse período. O gráfico a seguir detalha essa evolução.

Gráfico 1. Número de pessoas com internet *banking* e com conta poupança (milhões)

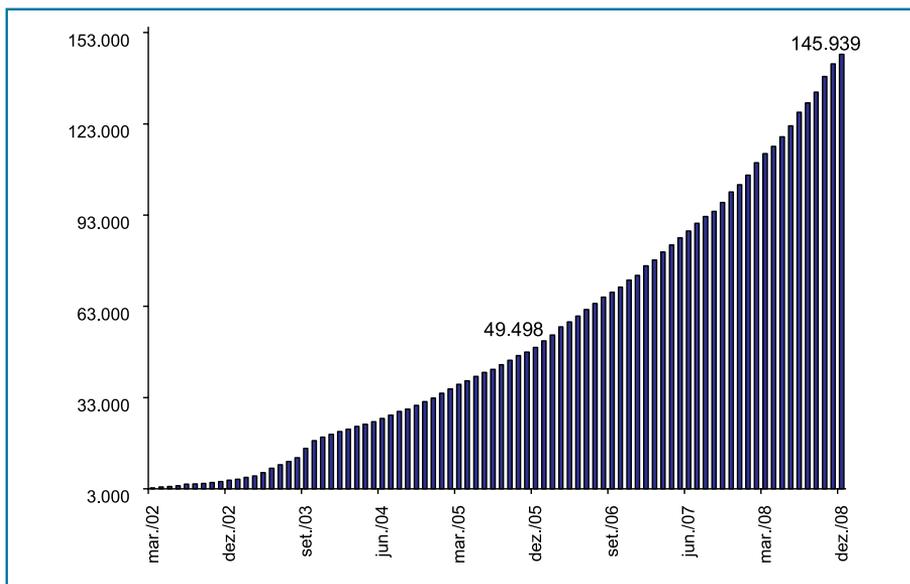


Fonte: Febraban, Abecip e BB

O uso de instrumentos que ampliam e diversificam a base de investidores é uma tendência internacional, como fica claro no Capítulo 5 da Parte 3. Dentre esses instrumentos, destaca-se a venda direta de títulos públicos para pessoas físicas.

Para ilustrar, o Gráfico 2 mostra a evolução do número de pessoas cadastradas no TD. Embora o número de cadastros tenha mais do que quadruplicado em cerca de três anos, ainda há muito espaço para o incremento de investidores. Mais detalhes serão apresentados na seção 4: Resultados do Tesouro Direto.

Gráfico 2. Número de investidores cadastrados no programa



Fonte: Tesouro Nacional

2.2 Incentivo à formação de poupança de médio e longo prazos

Outro objetivo importante do Tesouro Direto é incentivar a formação de poupança de médio e longo prazos. Atualmente, a estrutura da indústria de fundos de investimentos não contribui plenamente para esse objetivo, uma vez que não há incentivos em termos de maiores rentabilidades associadas a custos decrescentes para investimentos de médio e longo prazos. O progresso e o fortalecimento de uma cultura de poupança doméstica de longo prazo são muito importantes para o desenvolvimento econômico sustentado.

Deve-se destacar que, mesmo oferecendo liquidez semanal,⁴ conforme visto, a estrutura do Tesouro Direto incentiva a poupança de médio e longo prazos. Isso se dá por meio da incidência de taxas de custódia e corretagem e pelo esquema de impostos nas aplicações financeiras (o mesmo de qualquer aplicação de renda fixa), como será descrito na próxima seção.

Adicionalmente, o Tesouro Nacional vem ofertando no Tesouro Direto apenas títulos com prazos superiores a seis meses, girando os prazos mais longos em torno de quarenta anos. Isso contribui não apenas para o alongamento do perfil de vencimentos da dívida pública, mas também para a formação de uma cultura de poupança de longo prazo. À medida que os investidores alonguem o horizonte de suas aplicações, buscando uma maior rentabilidade, por meio do Tesouro Direto, é razoável supor que também os fundos de investimento passem a ter em suas carteiras um maior volume de títulos de longo prazo, diminuindo assim o risco de refinanciamento da dívida pública. De modo geral, dívidas com perfil de vencimento mais longo e de menor risco de refinanciamento são interpretadas pelos investidores como menos suscetíveis ao não pagamento e, por consequência, menor tende a ser o prêmio de risco, ou *spread*, cobrado pelos investidores para a compra de títulos, e, finalmente, menor o custo da dívida pública no longo prazo.

⁴ Há fundos que desincentivam o resgate antecipado pelos cotistas.

2.3 Disseminação do conceito de dívida pública

A transparência é uma das principais características do Tesouro Direto, porque o investidor sabe exatamente os papéis que adquire. A conscientização de que os títulos da dívida pública não estão concentrados exclusivamente nos bancos e que os pequenos e médios poupadores sofreriam prejuízos com uma eventual moratória do governo atua no sentido de diminuir a aceitação e a popularidade dos discursos que pregam o não pagamento da dívida pública como benéfica para o país. Pode-se concluir que quanto menor a aceitação popular desse tipo de discurso, menor a possibilidade de algum dia este vir a ser implantado, o que já é, de fato, uma realidade muito distante da brasileira.⁵ Adicionalmente, essa discussão contribui para um melhor entendimento das políticas fiscais ortodoxas adotadas no Brasil desde o início da década e ilustra como o descontrole da inflação e um choque nas taxas de juros poderiam desestabilizar a economia. Ao disseminar o conceito de dívida pública entre a população, o Tesouro Nacional difunde a noção de que uma fatia significativa da poupança dos pequenos poupadores está canalizada em títulos públicos, seja via Tesouro Direto seja via fundos de investimentos.

Para finalizar esta seção, ainda que seja difícil mensurar precisamente a contribuição do programa na melhoria do perfil da dívida doméstica, há dados claros sobre o acesso do pequeno investidor, participação distribuída em mais de duas regiões geográficas, predileção por aplicações de prazos mais longos e de menor indexação em comparação com outros tipos de investidores. As decisões individuais dos investidores, bem como as condições de mercado, são observadas em cada um desses aspectos, o que ressalta o caráter democrático do Tesouro Direto.

3 Modelo de funcionamento do Tesouro Direto

Antes do Tesouro Direto, os títulos públicos da dívida interna eram vendidos apenas por meio de ofertas públicas com a realização de leilão e por emissões diretas para atender às necessidades específicas determinadas em lei. O Tesouro Direto é um mecanismo de oferta pública via internet sem a realização de leilões. Antes de surgir a possibilidade de negociação de títulos via internet, os compradores dos títulos públicos no mercado primário restringiam-se a bancos, corretoras, distribuidoras e outras instituições financeiras registradas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), com volume mínimo de compra de aproximadamente R\$ 50.000,00.

Podem comprar títulos no Tesouro Direto todos os residentes no Brasil que possuam Cadastro de Pessoa Física (CPF), conta corrente em algum banco ou corretora e sejam cadastrados em alguma das quase 70 instituições financeiras habilitadas a operar no programa. Essas instituições financeiras são chamadas de agentes de custódia, credenciados na Bolsa de Valores, a BM&FBovespa,⁶ e responsáveis pela atualização cadastral, pelo recolhimento de impostos e pelo repasse dos recursos dos/aos investidores, quando da compra, do pagamento de juros ou do resgate do principal do título. São elegíveis como agentes de custódia as corretoras de valores, os bancos comerciais, múltiplos ou de investimento e as distribuidoras de valores. Uma lista de instituições habilitadas está permanentemente disponível no *site*, e recentemente uma ordenação por volume de operações e pelas taxas cobradas. Sucintamente, o papel dos agentes de custódia é simplesmente

⁵ Desrespeitos a contratos são muito malvistas no Brasil. Como observado nas eleições mais recentes, irresponsabilidade fiscal e quebra de contratos foram banidas das discussões, refletindo o repúdio da população ante tais posturas.

⁶ Nome da companhia advindo da fusão da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). Juntas elas ficaram entre as cinco maiores bolsas de valores do mundo.

operacionalizar as decisões de compra e venda dos investidores e fazer o contato direto com estes, dado que o Tesouro Nacional é impedido de lidar com pessoas físicas.

Depois de efetuado o cadastro no agente de custódia, o investidor recebe da BM&FBovespa, via agente de custódia, no endereço de *e-mail* indicado no momento do cadastro, uma senha provisória para acesso à área restrita do *site*, para que possa efetuar compras, vendas e consultas. Para acessar essa área restrita, o investidor deve informar seu CPF e sua senha. A partir disso, ele poderá comprar e vender títulos e ainda fazer atualizações cadastrais de informações pessoais relevantes ao programa.

3.1 Compras e vendas de títulos

Há três modalidades de compras e vendas de títulos no Tesouro Direto. As operações podem ser realizadas diretamente pelo investidor, acessando a área restrita do *site*, ou, caso o investidor não tenha acesso à internet, ou por qualquer motivo não deseje comprar seus títulos diretamente no Tesouro Direto, pode fazê-lo por meio de seu agente de custódia, mediante sua autorização.⁷ Finalmente, as compras e as vendas podem ser feitas diretamente no *site* do agente de custódia, caso este tenha integrado seu *site* ao do Tesouro Direto.

As compras de títulos estão disponíveis para o investidor diariamente, inclusive nos fins de semana e feriados. Como regra, nos dias úteis as compras estão disponíveis entre 9 a.m. e 5 a.m. do dia seguinte. Entre 5 a.m. e 9 a.m., o sistema fica indisponível em função de manutenção e atualizações. Nos fins de semana e feriados, as compras estão disponíveis 24 horas por dia. Eventualmente, visando a proteger o pequeno investidor, o Tesouro Nacional pode suspender temporariamente as vendas em momentos de volatilidade extrema do mercado.

Tendo efetuado a compra de títulos, o investidor tem duas opções: manter os títulos em carteira até o vencimento ou revendê-los ao Tesouro Nacional. As recompras de títulos são disponibilizadas semanalmente, tradicionalmente entre as 9 a.m. de quarta-feira e as 5 a.m. de quinta-feira, exceto nos dias de Copom,⁸ quando as vendas de quarta-feira são interrompidas às 5 p.m. e retomadas na quinta-feira às 9 a.m., durando até a manhã do dia subsequente. Dessa forma, mesmo que o investidor compre títulos de longo prazo, o investimento tem liquidez semanal. É importante ressaltar que, uma vez que o investidor decide vender seus títulos antes do vencimento, ele recebe a taxa de mercado do dia, que pode ser maior ou menor que a taxa contratada na data da compra. A recompra representa uma importante flexibilidade adicional conferida pelo programa.

O valor mínimo para a compra de títulos corresponde a uma fração de 1/5 de título. Esse valor varia normalmente entre R\$ 160 e R\$ 400, dependendo do título escolhido. O sistema não permite que operações abaixo de R\$ 100 sejam realizadas. Todas as compras superiores a essa quantidade deverão ser múltiplas de 0,2 títulos. Em dezembro de 2008, o limite máximo de compra por investidor era de R\$ 400 mil por mês, com exceção dos meses de vencimento e pagamento de juros de títulos adquiridos anteriormente no Tesouro Direto e que ainda estivessem em sua carteira. Nesses meses, o limite será de R\$ 400 mil mais o valor de resgate e de juros dos títulos.

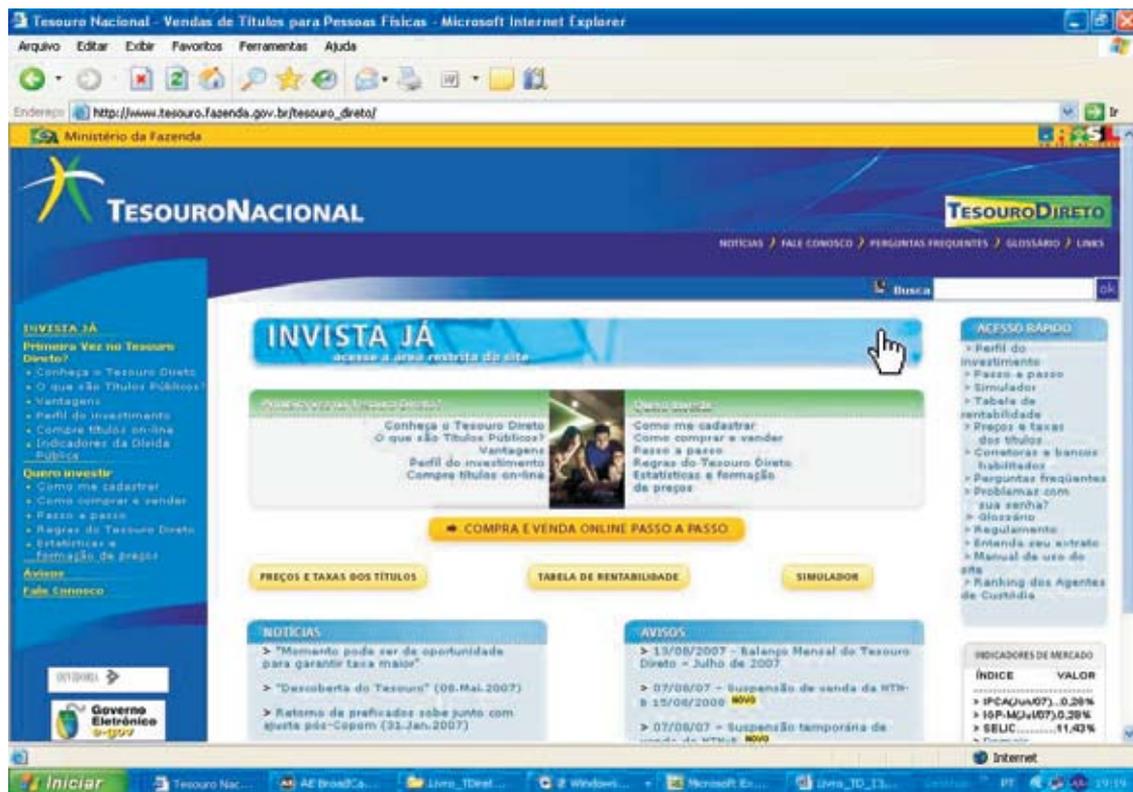
O limite máximo para a compra de títulos foi criado para inibir a arbitragem entre o Tesouro Direto e o mercado secundário. Caso não houvesse esse limite, investidores poderiam se aproveitar de eventuais diferenças⁹ entre o preço praticado no Tesouro Direto e o preço que poderia obter vendendo títulos no mercado secundário.

⁷ Para tanto, o investidor deverá autorizar formalmente seu agente de custódia a realizar compras e vendas em seu nome, embora essa modalidade quase não seja usada.

⁸ Comitê de Política Monetária.

⁹ Essas discrepâncias podem refletir diferentes pontos do tempo, uma vez que os preços do Tesouro Direto são atualizados com base no mercado secundário três vezes ao dia, ao passo que no mercado podem ocorrer variações a cada minuto.

Figura 1. Website do Tesouro Direto – acesso rápido e fácil



3.2 Títulos disponíveis e precificação

O Tesouro Nacional tem por princípio disponibilizar para compra títulos semelhantes ou iguais aos ofertados nos leilões tradicionais semanais. Em dezembro de 2008, esses títulos dividiam-se em prefixados (LTN e NTN-F), indexados à inflação (NTN-B e NTN-B principal) e indexados à taxa Selic (LFT),¹⁰ com vencimentos diversos.

Destaca-se que todas as operações de compra e venda de títulos são realizadas a preço de mercado. A mesa de operações do Tesouro Nacional mantém um monitoramento permanente dos preços desses títulos por intermédio de acompanhamento das cotações e contatos com instituições financeiras. Os preços são atualizados em média três vezes ao dia, porém o Tesouro pode mudar os preços ou mesmo interromper temporariamente a negociação a qualquer momento, dependendo das condições de mercado, no intuito de proteger o pequeno investidor de oscilações abruptas nos preços.

Há uma pequena diferença, chamada de *spread*, entre os preços de compra e os preços de venda de títulos praticados no Tesouro Direto. Tal fato espelha a prática de mercado de ter diferentes preços para compra e para venda para evitar transações intradiárias de arbitragem e incentivar o carregamento do ativo por prazos mais longos.

¹⁰ Para mais detalhes, ver Capítulo 2 da Parte 3.

3.3 Taxas e impostos incidentes sobre as operações

As taxas incidentes sobre as operações no Tesouro Direto têm naturezas distintas. Ao final de 2008, a CBLC cobrava uma taxa de custódia de 0,4% ao ano sobre o valor da compra do título referente à prestação de serviços de guarda dos títulos e informações de saldos e movimentações dos investidores.¹¹ Com a incorporação da companhia à BM&FBovespa *holding*, esses custos sofreram novas alterações de acordo com a nova estrutura de tarifação da instituição. Com isso, o custo referido é composto por uma taxa de negociação de 0,10% do valor da compra cobrado no primeiro ano e uma taxa de custódia de 0,3% do valor da compra ao ano, porém cobrada semestralmente. Dessa forma, o custo mantém-se igual àquele de antes da mudança no primeiro ano, mas é reduzido nos anos seguintes.

Os agentes de custódia cobram taxas de corretagem, manutenção da conta de custódia e outros serviços. Essas taxas são livremente pactuadas entre o investidor e a instituição financeira. De modo geral, as taxas dos agentes de custódia variam entre 0% e 4,0% ao ano sobre o valor dos títulos. Instituições que não cobram taxas de custódia justificam essa estratégia como um meio de atrair clientes para serviços adicionais oferecidos, nos quais a lucratividade seja maior e possa compensar as despesas com as operações do Tesouro Direto.

Assim, temos que o total a ser pago em taxas varia entre 0,30% e 4,40% ao ano sobre o valor das aplicações e dependendo do prazo. Essas taxas são as mesmas para todos os aplicadores, independentemente do montante investido. Tal prática não é comum no mercado, que tende a discriminar e a privilegiar com a cobrança de taxas menores os investidores que têm um maior volume de recursos. Essa democratização de acesso a taxas reduzidas e mesma rentabilidade para todos os investidores é uma característica marcante do Tesouro Direto, que beneficia os pequenos e os médios investidores. Para estes, não é comum encontrar no mercado alternativas de fundos de investimento em renda fixa com taxas tão reduzidas.

Os impostos cobrados no Tesouro Direto são os mesmos dos demais investimentos em renda fixa, e seu recolhimento é responsabilidade dos agentes de custódia. Há cobrança de Imposto de Renda (IR) regressivo com o tempo, incidente sobre o rendimento nominal dos títulos, e nos investimentos com prazo inferior a trinta dias incide o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). A principal diferença em relação aos fundos de investimento está no fato de que o IR sobre os títulos públicos é cobrado apenas no momento do pagamento de juros ou no resgate da aplicação. Os fundos de investimento, por sua vez, sofrem um desconto semestral de IR, que se traduz em redução do número de cotas que o aplicador possui e em menor rentabilidade no longo prazo em comparação com a compra direta de títulos públicos.

Em geral, as pessoas não têm a exata dimensão do impacto dos custos de administração sobre a rentabilidade. Para mostrar a diferença, pode-se comparar uma aplicação em um fundo de investimento contra a compra de títulos no Tesouro Direto usando a seguinte simulação. Considere uma aplicação que tenha o rendimento nominal de 12% a.a. por um período de um ano e que a inflação ao final deste ano se realize em 3,5%. Como descrito, o Imposto de Renda (IRPF) que incide sobre essa aplicação é de 20% (180 a 360 dias). Suponha que o investidor do Tesouro Direto se depare com uma taxa de administração de 0,9% a.a. (taxa da CBLC e do agente de custódia) e, alternativamente, três fundos de investimento com taxas de 2% a.a., 3% a.a. e 4% a.a., respectivamente. A partir daí, as primeiras diferenças começam a surgir quando da dedução do Imposto de Renda após a cobrança da administração. A dedução do Imposto (IRPF) no Tesouro Direto nesse caso é de 2,38%, enquanto nos fundos ela é, respectivamente, 2%, 1,8% e 1,61% (varia inver-

¹¹ Após o primeiro ano, a taxa de 0,4% anual é cobrada proporcionalmente ao período em que o investidor manteve os títulos na CBLC, calculada considerando o estoque atual do investidor no dia (*pro rata* dia) e serão cobradas no momento de pagamento de juros, nos resgates ou nas recompras pelo Tesouro Nacional.

samente com a taxa cobrada). Descontando a inflação igualmente em cada aplicação, a rentabilidade líquida no programa fica em 5,81%, enquanto nos fundos ela cai para 4,33%, 3,57% e 2,83%, respectivamente, como consta na Tabela 1.

Tabela 1. Comparação entre o Tesouro Direto e fundos de investimento

Simulação: Rendimento nominal de 12% a.a., IR de 20% a.a. e IPCA de 3,5%

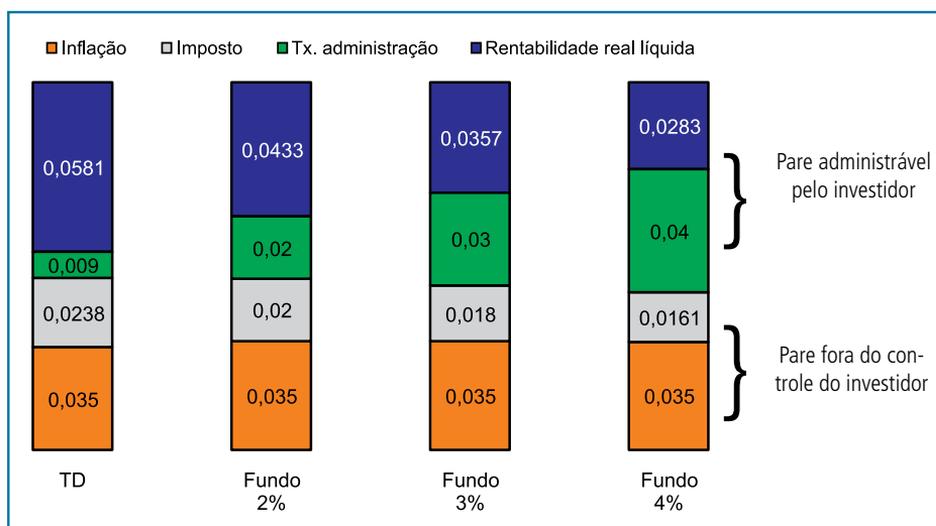
Taxa de Administração	Tesouro Direto	Fundos de Investimento		
	0,9%	2,0%	3,0%	4,0%
Rentabilidade Nominal Bruta	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Taxa de Administração	0,9%	2,0%	3,0%	4,0%
Dedução de Imposto	2,38%	2,00%	1,80%	1,61%
Rentabilidade <i>Nominal Líquida</i> de Impostos e Taxas	9,51%	7,99%	7,20%	6,43%
Inflação realizada (IPCA)	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Rentabilidade <i>Real Líquida</i> de Impostos e Taxas	5,81%	4,33%	3,57%	2,83%
Rentabilidade do TD acima das demais		34,08%	62,59%	105,57%

Obs.: A taxa do TD (0,9%) inclui a taxa da CBLC (0,9%) e a corretagem do agente de custódia médio (0,5%).

Fonte: Tesouro Nacional

Depois de descontados a inflação e os impostos, o restante da rentabilidade é repartido entre o investidor e seu administrador. No TD, a taxa de administração média é 9% do total da rentabilidade. No caso do fundo de investimento que cobra 4% a.a., os custos de administração representam 34% do total da rentabilidade.

Gráfico 3. Tesouro Direto versus fundos de investimento



Fonte: Tesouro Nacional

É preciso destacar uma particularidade no esquema de tributação nos fundos de investimentos e no Tesouro Direto. No primeiro, existe a figura da tributação semestral sobre os rendimentos, chamada de “come-cotas”, que ajusta a alíquota de Imposto de Renda citada anteriormente ao período do investimento do aplicador. No caso do Tesouro Direto, somente há tributação quando do vencimento ou da venda do título, o que tem um impacto sobre a rentabilidade tão maior quanto mais longo for o período da aplicação.

Há ainda no *site* do Tesouro Direto e da BM&FBovespa um simulador¹² de aplicações que possibilita ao investidor enxergar a rentabilidade bruta e a líquida aberta pelos custos envolvidos a cada ano, provendo clareza e tempestividade nas informações frequentemente desejadas pelos investidores.

3.4 O programa de divulgação

Desde o início do programa em 2001, o Tesouro Nacional sempre teve uma preocupação com o suporte aos investidores e com o acompanhamento das vendas. Essa atitude traduz-se em atendimento ao público e na divulgação por meio de palestras livres e participação em feiras especializadas.

Diariamente, a equipe responsável responde a todo tipo de dúvidas dos investidores enviadas por meio eletrônico.¹³ Em geral, elas se concentram nas particularidades operacionais, bem como em questões relacionadas às características dos títulos ofertados e a sua precificação, atingindo um volume semanal de cerca de duzentas mensagens. Na mesma linha, a BM&FBovespa (bolsa) presta um serviço semelhante aos agentes de custódia e ao público em geral.

Permanentemente, o Tesouro Nacional está disponível para realizar palestras gratuitas para os mais diversos públicos. Já foram visitadas diversas universidades, empresas privadas e públicas, corretoras, congressos e outros. Novamente, o intuito é o esclarecimento, *in loco*, de dúvidas e o fortalecimento da confiança das pessoas no produto, o que parece ser determinante nesse tipo de aplicação no Brasil. Ao longo do ano, o Tesouro Direto participa das mais conhecidas feiras de finanças dedicadas ao varejo no Brasil.¹⁴ Nessas feiras, funcionários do Tesouro e da bolsa ficam à disposição do público para diversos esclarecimentos e exemplificações, além da realização de palestras gerais para os participantes. Essas feiras concentram-se nas principais capitais do Brasil, e, com isso, o programa cobre desde o Sul até o Nordeste brasileiro. Isso é extremamente desejável num país de dimensões continentais como o Brasil, onde o costume do pequeno poupador é muito diferente entre as regiões geográficas.

A partir de 2009, o Tesouro Direto passou a integrar de maneira mais efetiva os programas de divulgação e de educação financeira da BM&FBovespa. Esse programa representa um conjunto permanente de ações amplas de aproximação com o público de varejo, com os formadores de opinião e com as instituições financeiras de mercado que deu muito resultado para o mercado de ações e de *home brokers* no Brasil, observando elevadas taxas de crescimento entre 2002 e 2008.

Curiosamente, o TD é um dos produtos que mais se beneficiam da mídia espontânea, por meio de artigos de formadores de opinião, colunistas especializados e reportagens jornalísticas nos principais meios de comunicação. Uma possível explicação remete à facilidade e à qualidade do Tesouro Direto em comparação com produtos semelhantes. Por fim, a maioria das iniciativas de divulgação do programa concentra-se no

¹²Ver http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro_dieto/.

¹³ Ver http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro_direto/faleconosco.asp.

¹⁴Ver <http://www.expomoney.com.br/> e <http://www.traderbrasil.com/expo/index.php>.

Tesouro Nacional, de onde se afeere que há espaço para campanhas publicitárias de largo alcance, em linha com o que será mencionado na seção 4: Resultados do Tesouro Direto.

3.5 Quais os próximos passos?

A área da dívida pública apresentou no primeiro semestre de 2009 um estudo abrangente que reflete o estado atual do TD em termos de amplitude, segmentação, recursos envolvidos, gargalos existentes, uma comparação com a experiência internacional e propostas para que os tomadores de decisão adequem suas funções-objetivos. Certamente, a ampliação da escala nos moldes de outros países estudados passa pela extensão do programa para uma estrutura mais robusta em termos de pessoal e principalmente na formatação do produto de maneira mais simplificada e de fácil entendimento para o público.

Por exemplo, seria possível ampliar o canal de distribuição do TD via agências lotéricas e via Correios (Banco Postal). No Brasil, as loterias são um monopólio estatal ligado a um grande banco federal (CEF). As lotéricas são muito utilizadas pelo público de baixa renda porque estendem os serviços da rede bancária para essa parcela da população. Na mesma linha, o Banco Postal configura-se como uma extensão dos serviços bancários para todas as agências dos Correios. Estas, por sua vez, estão presentes na quase totalidade dos 5.561 municípios brasileiros. Desse modo, os títulos públicos poderiam ser uma opção de poupança para o público-alvo do Banco Postal, ou seja, as camadas mais desfavorecidas da distribuição de renda. Essa extensão não se faz trivial do ponto de vista operacional, de maneira que não se espera mudanças desse tipo no curto prazo.

4 Resultados do Tesouro Direto

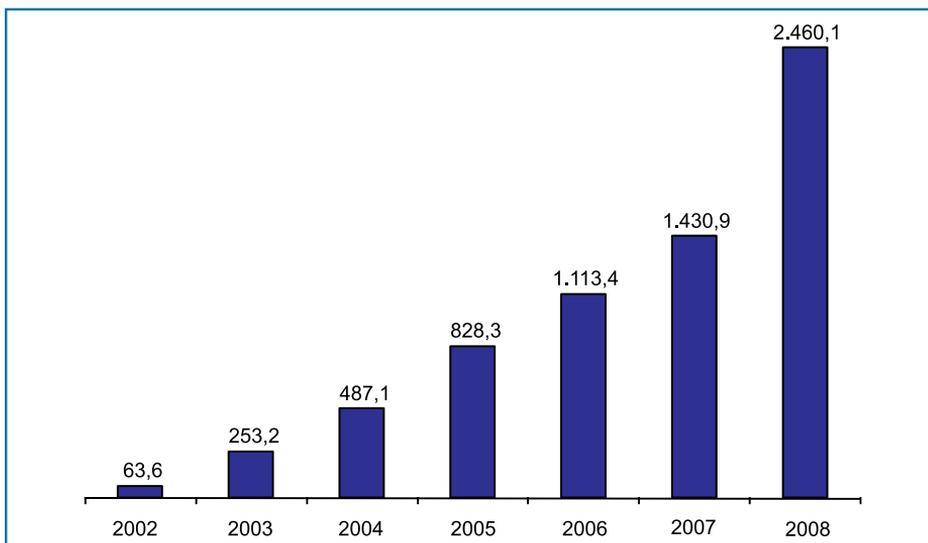
Dentre os objetivos gerais, alguns resultados serão explicitados nesta seção para dar a medida da abrangência e da evolução do programa. Serão apresentadas informações sobre o estoque de títulos, perfil das vendas, prazos médios dos títulos e o perfil dos investidores.

4.1 Estoque

O estoque do TD alcançou o valor de R\$ 2,4 bilhões em dezembro de 2008, num significativo incremento de 72% em relação a dezembro de 2007, mas representa apenas 0,17% da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). Credita-se esse crescimento ao próprio desenvolvimento do programa e à maior volatilidade vivida pelo mercado de renda variável no mundo e no Brasil, que fez com que muitas pessoas migrassem suas aplicações para títulos públicos, que funcionam como um porto seguro em tempos de crise.

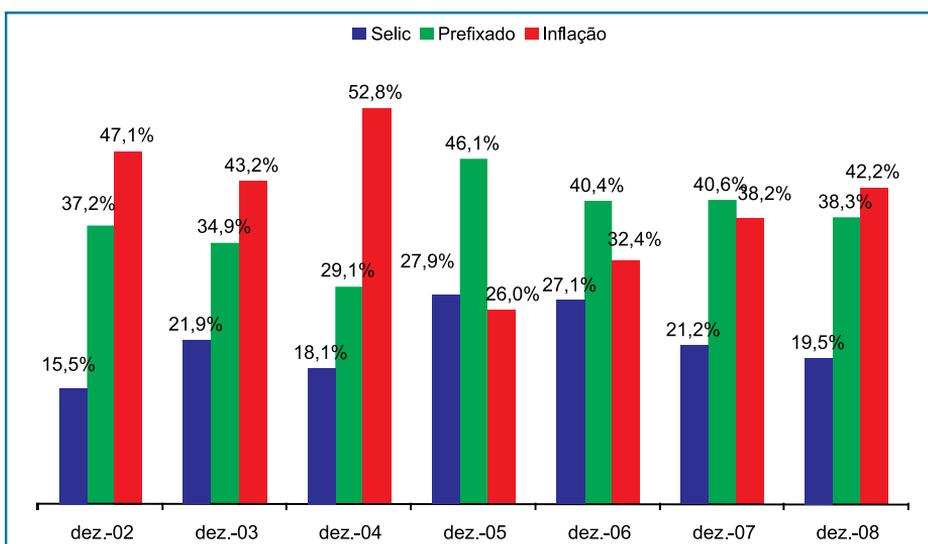
Em dezembro de 2008, com cerca de 146 mil investidores cadastrados, sabe-se que 43,6% daqueles que possuem estoque no Tesouro Direto têm aplicações de até R\$ 10 mil. Esse número dá uma dimensão da representatividade do pequeno investidor. Para as demais faixas de aplicação, pode-se inferir que o público atesta a qualidade do programa porque, em geral, esse grupo está mais informado sobre as oportunidades oferecidas pelos demais produtos financeiros e reconhece os baixos custos envolvidos no Tesouro Direto.

Gráfico 4. Estoque do Tesouro Direto – R\$ milhões



Fonte: Tesouro Nacional

Gráfico 5. Participação histórica dos títulos no estoque



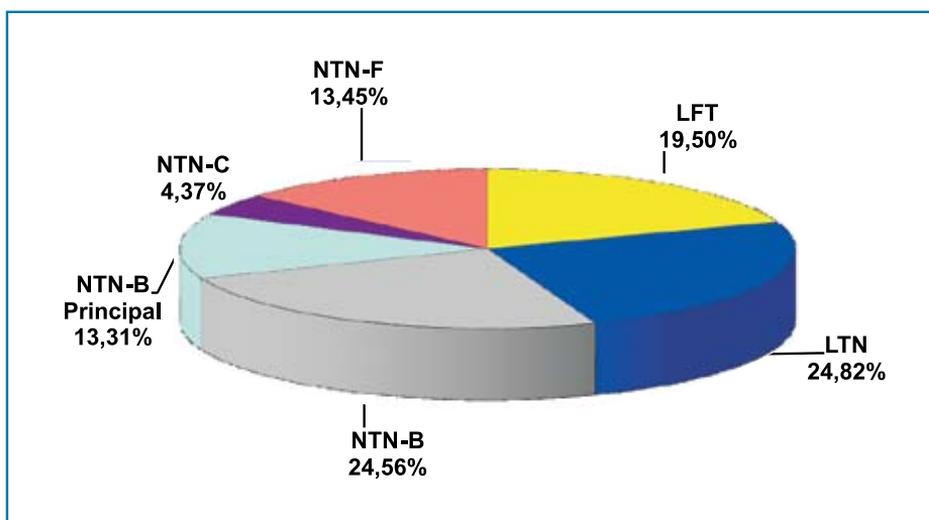
Fonte: Tesouro Nacional

Observa-se nos Gráficos 4 e 5 que o estoque total do Tesouro Direto, que representa os títulos públicos em poder dos investidores dessa modalidade, tem uma distribuição diferente da DPMFi (Dívida Pública Mobiliária Federal interna). No TD, os títulos de maior volume no estoque foram os indexados à inflação, que representam 42,0% do estoque (24,6% para as NTN-Bs, 13,3% para as NTN-Bs principal e 4,3% para as NTN-Cs). Os prefixados têm participação de 38,3%, destacando-se as LTNs com 24,8% do estoque total, ultrapassando R\$ 610 milhões. Finalmente, ressalta-se a tendência de queda da participação dos títulos indexados à taxa Selic, que em dezembro de 2005 foi de 28,0% e se reduziu para 19,5% em dezembro de

2008. De modo geral, o perfil do estoque do Tesouro Direto, concentrado em títulos prefixados e indexados à inflação, antecipou as mudanças ocorridas no perfil da DPMFi em mercado. Destaca-se que em 2004 essas duas categorias representavam cerca de 83% do estoque, ao passo que na DPMFi a representatividade era de apenas 35% do estoque total.

Essa é a primeira evidência de que as preferências dos indivíduos não seguem de perto o perfil da demanda de investidores de grande porte, muitos dos quais oferecem esses mesmos títulos ao público indiretamente, via fundos de investimento. De fato, quando se olha a composição dos fundos de renda fixa dos maiores bancos brasileiros, verifica-se que as LFTs correspondem à maior parte dos ativos.¹⁵

Gráfico 6. Participação dos títulos no estoque por título – dezembro de 2008



Fonte: Tesouro Nacional

4.2 Perfil das vendas

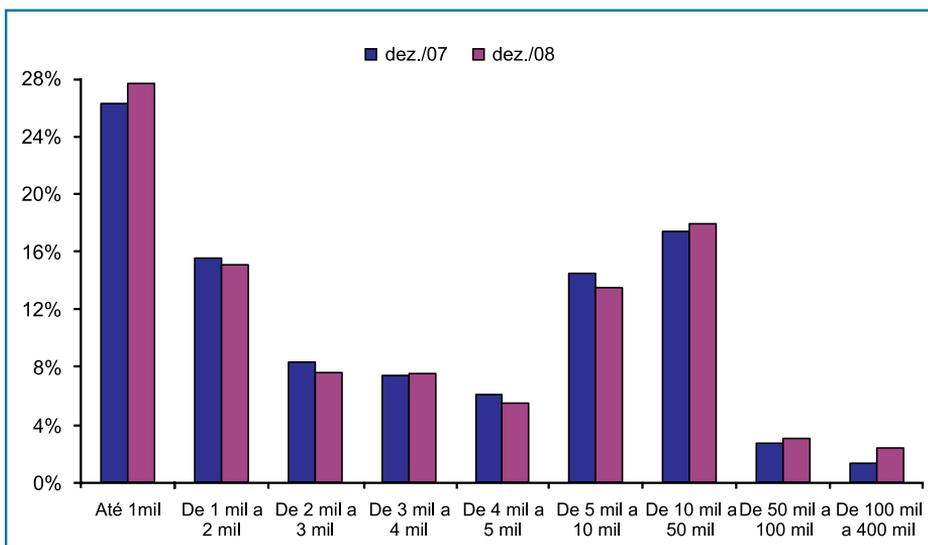
Corroborando informações da seção anterior, a utilização do programa por pequenos investidores pode ser observada novamente pelo elevado volume de vendas por faixa de aplicação até R\$ 5.000,00, cuja participação concentrou 63,2% do volume aplicado em 2008. O Gráfico 6 mostra que cerca de 27% das aplicações ficaram abaixo de R\$ 1.000,00. É interessante notar que a distribuição é relativamente estável no tempo.

Em 2008, as vendas de títulos públicos totalizaram R\$ 1.558,32 milhões, representando aumento de 102,1% em relação ao volume financeiro vendido em 2007, constituindo o melhor resultado desde 2003. Destaca-se a elevada demanda por títulos prefixados (LTN e NTN-F), cuja participação atingiu 45,9%, seguidos dos títulos indexados ao IPCA (NTN-B e NTN-B principal), que representaram 37,7% das vendas. Os títulos mais vendidos no ano foram as LTNs, correspondendo a 30,3% das vendas. Essa tendência perpetua-se desde o início do programa e obviamente se reflete no estoque. Os títulos indexados ao IPCA (NTN-B e NTN-B principal) ficaram em segundo lugar entre os mais vendidos na classificação geral nos meses recentes, superando as LFTs. A explicação para isso se dá, em parte, porque esses títulos são de fácil entendimento e cumprem um objetivo de formação de poupança de longo prazo, ao estilo das instituições previdenciárias, porque protegem

¹⁵ Ver Capítulo 5 da Parte 3.

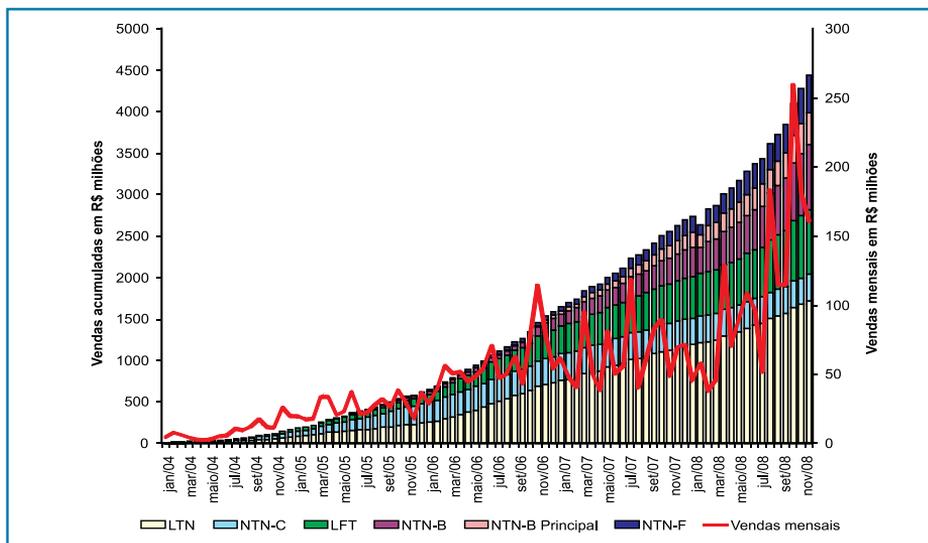
o investidor da inflação. Numa economia com boas perspectivas de queda de taxa de juros no médio prazo,¹⁶ o investidor pode conseguir uma excelente rentabilidade com os prazos mais longos atualmente oferecidos pelo Tesouro Nacional. O Gráfico 7 mostra as vendas acumuladas no tempo.

Gráfico 7. Número de vendas por faixa de aplicação



Fonte: Tesouro Nacional

Gráfico 8. Evolução das vendas mensais



Fonte: Tesouro Nacional

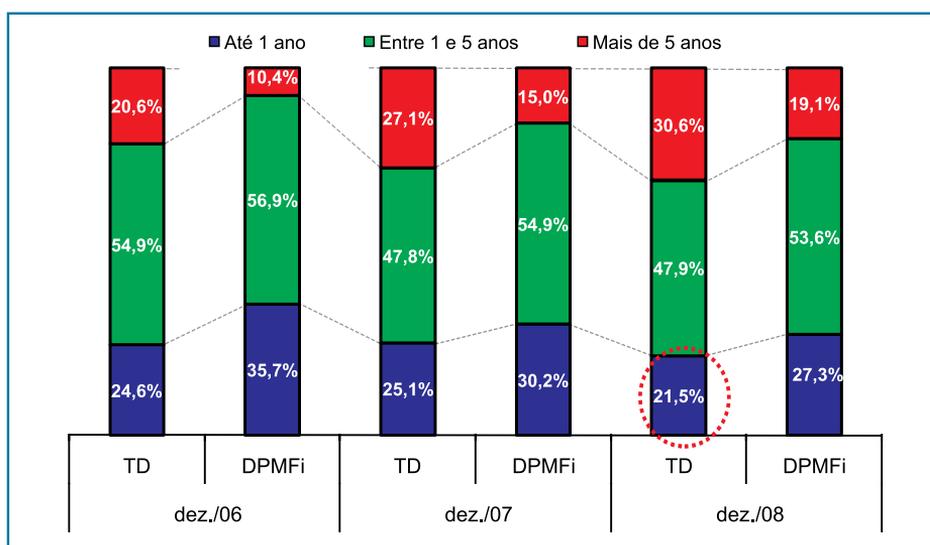
¹⁶ Ver expectativas de mercado *Focus* – Banco Central.

4.3 Prazos

O Gráfico 9 faz uma comparação recente entre a distribuição dos vencimentos dos estoques do Tesouro Direto e a da DPMFi. Percebe-se que o percentual vincendo em 12 meses era muito discrepante, principalmente em dezembro de 2006, quando o Tesouro Direto apresentava percentual bem abaixo comparativamente ao estoque da DPMFi, mas a parcela do estoque com prazos maiores do que cinco anos era praticamente o dobro no âmbito do Tesouro Direto em relação à DPMFi para 2006 e 2007 e sensivelmente superior também para 2008. Assim como no caso comparado da composição dos dois estoques, os pequenos investidores aparentam antecipar as mudanças na estrutura da dívida mobiliária federal. Observe que a queda no percentual vincendo em um ano ocorreu antes e foi mais acentuada no Tesouro Direto do que na dívida doméstica total,¹⁷ de maneira que em dezembro de 2006, pouco mais de um terço da DPMFi vencia a cada 12 meses, enquanto no programa esse percentual fica perto de um quarto. Semelhantemente, a parcela com mais de cinco anos cresceu nos dois grupos, mas foi maior e aumentou antes no estoque do TD. Para esse segmento, a mudança foi ainda mais significativa, porque a partir de fevereiro de 2006 os investidores não residentes foram isentados do Imposto de Renda, e estes contribuíram para a melhora do perfil da DPMFi.

Essa é a segunda evidência de que há um descompasso entre as preferências dos indivíduos e o perfil da demanda dos investidores de grande porte. Referente aos prazos, o pequeno poupador prefere prazos mais longos porque os custos de transação têm mais impacto para eles do que para os bancos e os investidores institucionais, de maneira que os primeiros não conseguem se beneficiar plenamente das oscilações desse mercado, enquanto os outros conseguem explorar suas economias de escala operacionais e mitigar esses custos. O poupador de varejo também vislumbra prazos maiores porque suas alternativas de poupança desse tipo são limitadas a poucos produtos, com atratividade reduzida em termos de rentabilidade.

Gráfico 9. Estoque de títulos por prazo



Fonte: Tesouro Nacional

¹⁷ Apesar de o Tesouro Direto estar computado na DPMFi, seu estoque e sua composição são insignificantes quando comparados com a DPMFi.

4.4 Perfil dos investidores

Expostos os resultados do programa em termos de estoque, prazo e andamento das vendas, surge naturalmente o interesse sobre quais características dos investidores estão por trás daqueles números. É importante conhecer o perfil dos demandantes dos títulos do Tesouro Nacional em varejo para melhor ajustar o programa ante suas eventuais necessidades operacionais e conceituais. Informações sobre a ocupação, o sexo, a idade, a localização geográfica e a frequência com que os investidores operam no sistema podem ser usadas para focar os esforços de divulgação e de ampliação do programa.

Ao final de 2008, a distribuição dos poupadores do Tesouro Direto encontrava-se bastante diluída entre as 101 diversas profissões listadas nos cadastros. Somente 14 delas tiveram uma representatividade maior do que 1,5% dos participantes. Do total de cadastrados, a profissão mais significativa em tamanho é a dos engenheiros, com cerca de 13%, seguida dos servidores públicos federais (7,5%), dos administradores (6,5%) e dos bancários (6,1%). Por proximidade e por facilidade de acesso ao menu de produtos financeiros mais comumente ofertados, esse número é surpreendente na medida em que se esperava que a parcela dos bancários fosse a mais significativa, numa aplicação que requer pequenos volumes monetários.

Gráfico 10. Investidores: compras por profissão



Fonte: BM&F Bovespa

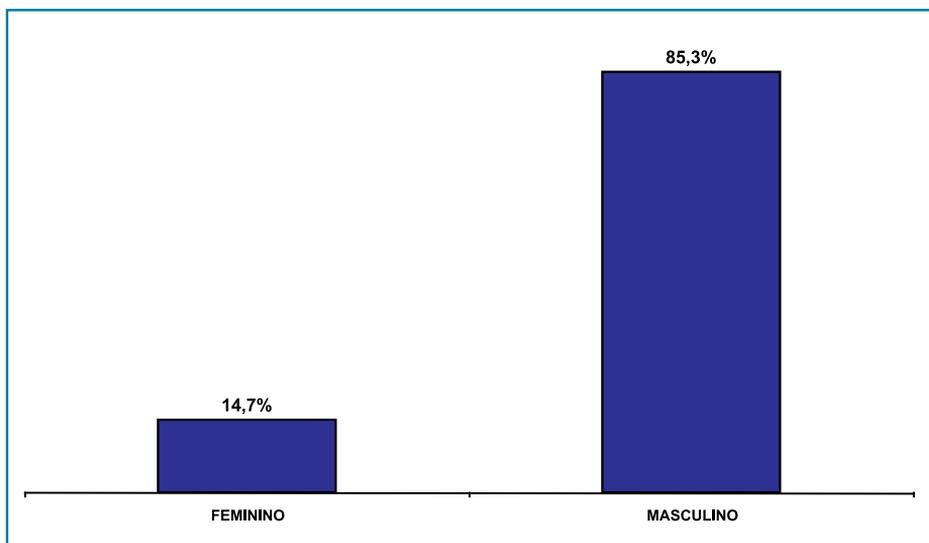
Elaboração: Tesouro Nacional.

Para 2007,¹⁸ também era possível obter uma medida de atividade dos investidores por profissão. Nesta categoria, os servidores federais eram aqueles que mais participaram do programa, sendo 62,5% deles compradores diretos de títulos públicos. Esse fato estava associado às poupanças relativamente elevadas que esses profissionais são capazes de manter comparativamente às outras categorias. Os economistas colocavam-se como a segunda categoria mais ativa por esse critério, o que poderia refletir a maior familiaridade que esse grupo possui sobre os conceitos e os indicadores que afetam o desempenho dos títulos públicos.

¹⁸ Para 2008, essas informações não estavam disponíveis quando da revisão deste capítulo.

De modo geral, 38,7% dos investidores que já investiram também fizeram compras nos últimos 12 meses. O Gráfico 11 mostra que os homens são a maioria dos cadastrados no programa e representam 81,4% dos participantes que compraram efetivamente. Contudo, informações históricas mostravam que as mulheres eram mais ativas do que o sexo oposto, pois 54,2% delas já efetuaram ao menos uma compra desde seu cadastro, enquanto somente 45,8% deles adquiriram títulos. Esses números indicam uma maior aversão ao risco do sexo feminino, considerando que títulos públicos estão entre os ativos financeiros mais seguros. É possível que os homens estejam distribuindo mais seus recursos entre aplicações de renda fixa e variável.¹⁹

Gráfico 11. Distribuição das compras por sexo – dezembro de 2008

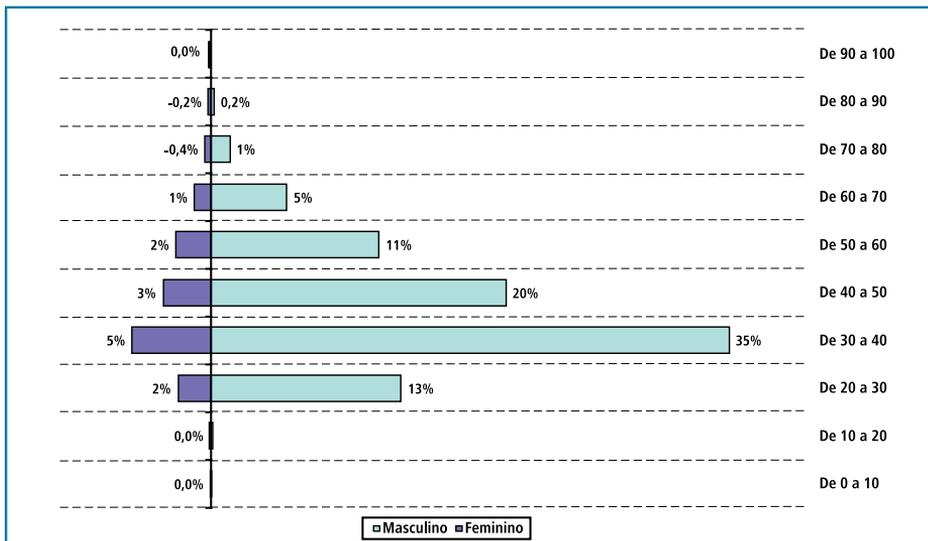


Fonte: BM&FBovespa
Elaboração: Tesouro Nacional.

A distribuição da faixa etária dos que se voluntariaram no programa se assemelha razoavelmente com a estrutura da população brasileira. Em intervalos de dez anos, os grupos de 20 a 50 anos são respectivamente cerca de 15%, 40% e 23% do total, o que está em linha com a conhecida teoria do ciclo de vida em termos de poupança e produtividade. A faixa de idade na qual as mulheres são mais representativas em proporção aos homens é a de 30 a 40 anos.

¹⁹ Em maio de 2007, as mulheres representavam cerca de 22% dos investidores em ações, segundo a Bovespa (www.bovespa.com.br).

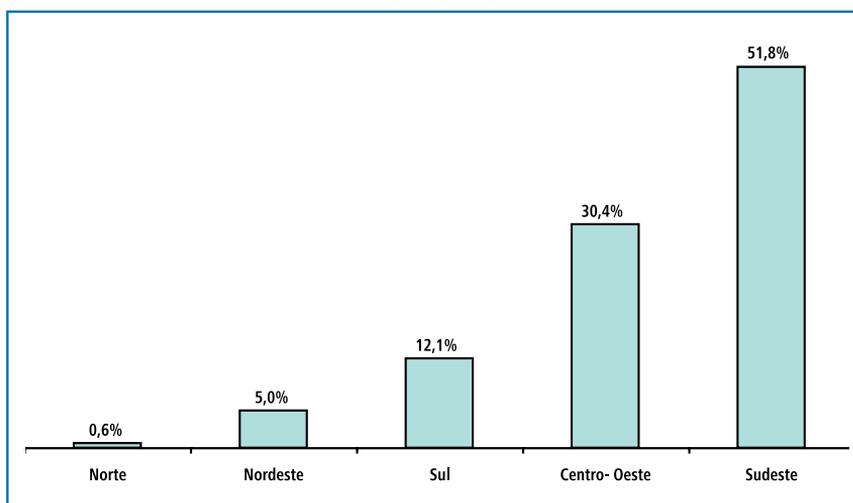
Gráfico 12. Participação dos cadastrados por idade



Fonte: BM&F Bovespa
Elaboração: Tesouro Nacional.

Por fim, os dados confirmam a concentração dos investidores na Região Sudeste, onde residem 53% dos que mais compram. O Norte e Nordeste brasileiros representam apenas 5,7% do total, e o Centro-Oeste 12%. Nota-se um importante crescimento na participação da Região Sul, a segunda mais rica do país. Desde 2006 intensificaram-se a disseminação de feiras e a expansão de treinamentos nas capitais dos três estados da região. Essa situação está positivamente correlacionada com a concentração de renda nessas regiões, com o nível de escolaridade e com o acesso à informação. Assim, justificam-se esforços do governo para disseminar o programa nas regiões onde ele tem menor representatividade.

Gráfico 13. Distribuição geográfica das compras



Fonte: BM&F Bovespa
Elaboração: Tesouro Nacional.

5 Experiência internacional

O método de vendas diretas de títulos públicos ao poupador individual já é adotado por muitos países, especialmente os desenvolvidos. Como mencionado na seção 1, existem variadas razões que motivam as vendas de títulos públicos ao varejo. O objetivo amplo entre os países que mantêm esses programas varia pouco entre eles. Basicamente se preocupam em oferecer alternativas de baixo custo para seus aplicadores e em diversificar a base de investidores. Para facilitar a comparação, a Tabela 2 coloca em perspectiva os objetivos dos diferentes países.²⁰

De modo geral, esses instrumentos podem ser divididos entre os negociáveis, semelhantes aos adquiridos pelos grandes investidores, e aqueles não negociáveis, desenhados especialmente para o varejo para facilitar o entendimento do público, destacando-se os *saving bonds* e os *lottery bonds*.

A maioria dos países que conduzem esses programas oferece tanto produtos negociáveis como produtos diferenciados para o público, como pode ser visto na Tabela 3. Isso se deve à existência de uma correlação positiva entre o nível de educação financeira e a demanda por instrumentos negociáveis, porque esse tipo de título geralmente requer um maior entendimento sobre suas características e sobre sua precificação, estando isso associado a informações mais específicas sobre o programa. Mesmo que estas estejam facilmente disponíveis, comumente são procuradas por pessoas com maior afinidade e entendimento do mercado de capitais, o que representa uma parcela menor daquelas interessadas no programa. Por sua vez, produtos diferenciados não negociáveis e de fácil entendimento potencialmente são mais abrangentes do que suas outras alternativas.²¹

Tabela 2. Objetivos dos programas de varejo para países selecionados

País	Objetivos do programa de varejo
Bélgica	Diversificar os instrumentos oferecidos aos pequenos investidores Promover a participação desses investidores no mercado
Brasil	Democratizar a oferta de títulos públicos Aumentar o conhecimento financeiro da população local Estimular a poupança de longo prazo Diversificar a base de investidores Introduzir competição entre os intermediários financeiros no mercado de varejo
Canadá	Financiamento de baixo custo e estável para o governo
Índia	Prover instrumentos de longo prazo e diversificados para pequenos investidores Assegurar o financiamento de baixo custo e de longo prazo para o governo Prover um mecanismo de investimento para idosos e pensionistas
Irlanda	Oferecer aos investidores uma alternativa de poupança
Itália	Permitir que os pequenos investidores escolham um investimento alternativo
Japão	Reduzir os custos totais de financiamento do governo Diversificar a base de investidores Promover a participação desses investidores no mercado

²⁰ Para mais detalhes, ver World Bank (2006).

²¹ Esta explicação está de acordo com Tufano e Schneider (2005), que sugerem a revitalização dos US Savings Bonds.

País	Objetivos do programa de varejo
Paquistão	Garantir ao governo uma fonte adicional de financiamento Encorajar o público a poupar Diversificar a base de investidores Diversificar os instrumentos de poupança acessíveis ao varejo Desenvolver um mercado secundário para títulos de mercado
Filipinas	Diversificar a base de investidores Reduzir a concentração dos detentores da dívida pública Aumentar a competição entre os <i>dealers</i> nos leilões primários
África do Sul	Diversificar a base de investidores e a fonte de financiamento Diversificar os instrumentos oferecidos aos pequenos investidores Promover a poupança de longo prazo
Suécia	Tomar emprestado ao menor custo possível, levando em conta os riscos Oferecer aos investidores uma alternativa diversificada e de baixo custo Aumentar a competição no mercado financeiro
Reino Unido	Minimizar os custos de financiamento no longo prazo, considerando os riscos Diversificar os instrumentos oferecidos aos investidores Prover uma alternativa de investimento totalmente segura Dar ao governo uma outra alternativa de financiamento
EUA	Tomar emprestado ao menor custo possível, considerando as restrições

Fonte: Banco Mundial

A Suécia, por exemplo, dá muita atenção para seu programa, e, de acordo com o *The Swedish National Debt Office*, os pequenos investidores respondem por 5,5% do total da dívida do governo central, e o *lottery bond* é o principal instrumento. De fato, como foi mencionado na seção 3, o Brasil preocupa-se em ampliar os canais de distribuição. Essa tarefa passa pela adequação do produto para aumentar o volume de vendas para alguns segmentos da sociedade.

Tabela 3. Instrumentos financeiros públicos disponíveis a pequenos investidores

Países	Negociáveis	Não Negociáveis	
	Títulos padronizados	<i>Saving bonds</i>	<i>Lottery bonds</i>
África do Sul	✓	✓	
Alemanha	✓	✓	
Bélgica		✓	
Brasil	✓		
Bulgária		✓	
Canadá		✓	
China		✓	
EUA	✓	✓	
Filipinas	✓	✓	
Índia	✓	✓	
Indonésia		✓	
Irlanda	✓	✓	✓
Itália	✓	✓	
Japão		✓	
Paquistão		✓	✓
Reino Unido	✓	✓	✓
Suécia	✓	✓	✓

Fonte: Banco Mundial

Restringindo ainda mais a amostra, pode-se destacar alguns países para ilustrar o tipo de acesso dos investidores, a característica dos títulos e apresentar informações sobre a liquidez. A Tabela 4 mostra seis exemplos em que os programas são consolidados e com alguma diversidade geográfica e em estágio de desenvolvimento.²² A maioria dos países dá alguma liquidez para os investidores resgatarem seus recursos antes do vencimento. No caso sueco, os investidores podem vender seus ativos via bolsa de valores local aos preços vigentes.

Em todos os exemplos citados existe um leque bastante variado de prazos oferecidos nos títulos, que incluem papéis de seis meses e instrumentos de mais de trinta anos. Isso permite aos investidores montar sua carteira de maneira personalizada, misturando diversos prazos e tipos de instrumentos. Nota-se que todos possuem uma quantidade mínima exigida quando da aplicação, e no Brasil esse limite (cerca de USD 50,00) é possivelmente o menor dentre toda a amostra.

Tabela 4. Comparações em países selecionados

País	Acesso internet	Tipo do instrumento			Liquidez
		Pós fixado	Prefixado	Inflação	
Brasil	✓	✓	✓	✓	✓
EUA	✓	✓	✓	✓	✓
Espanha	✓	não	✓	não	✓
Filipinas	✓	não	✓	não	✓
Itália	não	✓	✓	✓	não
Suécia	✓	✓	✓	✓	✓

Fonte: *Websites dos governos e outras publicações*

Alguns países interromperam seus programas na década de 1990 (Dinamarca e Austrália, por exemplo). Questões como o ajuste macroeconômico e a menor necessidade de financiamento desses países, bem como outras questões relacionadas ao funcionamento do mercado, motivaram-nos a suspender suas operações. As razões principais giram em torno da relação custo-benefício intrínseca às atividades desenvolvidas, mas como mostra Thedéen (2004), outros fatores devem ser considerados. Quando se discute a criação de programas desse tipo em diversos países, é preciso identificar os objetivos e os riscos envolvidos, o desenho a ser usado na estrutura da oferta ao pequeno investidor e investigar as precondições para um programa efetivo, legalmente viável e confiável para os usuários. (GLAESSNER; KANTUR, 2004)

6 Comentários finais

A literatura econômica destaca que a diversificação da base de investidores é um dos fatores para diminuir o custo da dívida soberana e, principalmente, para torná-la menos frágil a choques financeiros (WHEELER; JANSEN, 2000). A análise dos dados mostra que o Tesouro Direto vem alcançando seus objetivos paulatinamente. Em particular, ele tem sido capaz de atrair investidores de pequeno porte, apesar da pouca publicidade do programa nos meios de comunicação.

²² É importante destacar que a escolha particular desses países reflete somente a maior disponibilidade e facilidade de informações sobre os programas encontradas pelo autor.

Ainda que se demonstre que a ampliação do Tesouro Direto significará importante economia para os pequenos poupadores – que terão rendimentos mais altos –, o receio de uma concorrência exagerada com o setor financeiro parece descabido. Certamente, o Tesouro Direto pode estimular mais concorrência entre instituições financeiras, o que traz benefícios para os investidores. Como no caso do efeito da concorrência na diminuição do *spread* nos empréstimos, aqui também a população ganha com o aumento da eficiência do setor financeiro. O adequado funcionamento da intermediação financeira é a base do crescimento econômico, e a redução dos custos fiscais da colocação da dívida é fonte de alívio para as contas públicas, o que abre espaço para o financiamento do investimento público em infraestrutura e outras áreas essenciais.

Diferentemente da maioria dos países analisados, a experiência brasileira conta com um elevado nível de automação e descentralização das decisões pelos investidores, o que apresenta custos muito baixos de manutenção do TD. Isso é feito por meio de sistemas baseados na internet e em ganhos de escala na *expertise* da BM&FBovespa, parceira do Tesouro Nacional em consolidar as ações de custódia e no relacionamento diário com as corretoras e os bancos como agentes de custódia.

Ressalte-se, por fim, que em bom número de países desenvolvidos, inclusive os EUA, mecanismos como o Tesouro Direto convivem sem conflito com o setor financeiro. Isso porque, nessas localidades, a maior parte dos fundos de investimentos não se dedica a apenas carregar títulos públicos de taxas variáveis, mas a ofertar fundos de ações e outras carteiras com maior valor agregado na administração da poupança. Com a redução da taxa de juros observada no Brasil, é de esperar que haja uma mudança na composição dos fundos, de maneira que o Tesouro Direto possa firmar-se como o mecanismo mais efetivo para a distribuição de títulos públicos.

Referências

BASTOS, Leonardo Faccini Tavares. Tesouro Direto: funcionamento no Brasil e no Exterior, análise de seus riscos operacionais e comparação da *performance* da NTN-C com fundos de investimento atrelados ao IGP-M. *Finanças públicas: IX Prêmio Tesouro Nacional*. Brasília: Esaf, 2005. 76 p. Monografia premiada em 3º lugar. Tema: Ajuste Fiscal e Dívida Pública.

DIPARTIMENTO DEL TESORO DE ITALIA – DEBITO PUBBLICO. Disponível em: <http://www.dt.tesoro.it/Aree-Docum/Debito-Pub/index.htm>.

GLAESSNER, T. G.; KANTUR, Z. *Two case studies on electronic distribution of government securities: The US Treasury Direct System and The Philippine Expanded Small Investors Program*. World Bank Policy Research Working Paper 3.372, August. 2004.

HAYES, Roger G. The path to bond market efficiency: how increased retail distribution can lower borrowing costs. *Government Finance Review*, 2003. Disponível em: <http://www.allbusiness.com/business-finance/equity-funding-stock/580635-1.html>.

MCCONNACHIE, R. *The retail market for government debt*. Centre for Central Banking Studies/Bank of England, 1997.

RIKSGÄLTEN – SWEDISH NACIONAL DEBT OFFICE. Disponível em: http://www.riksdagen.se/default_EN.aspx?id=1559.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL; COMPANHIA BRASILEIRA DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA (CBLCL). *Regulamento do Tesouro Direto*. Disponível em: www.tesourodireto.gov.br.

TESORO PÚBLICO DE ESPAÑA. Disponível em: <http://www.tesoro.es/>

THEDEÉN, E. *Retail borrowing: an important part of the national debt*. Swedish National Debt Office, June, 2004.

TREASURY DIRECT® – USA. Disponível em: <http://www.savingsbonds.gov/>.

TUFANO, P.; SCHNEIDER, D. *Reinventing savings bonds*. Harvard Business School, 2005.

WHEELER, G.; JENSEN, O. Governance issues in managing the government's debt. *World Bank Handbook on Public Debt Management*. World Bank, 2000.

WORLD BANK. *Retail government debt programmes: practices and challenges*. Bozena Krupa, Eriko Togo and Antonio Velandia (Treasury). World Bank, 2006.