

ALCEU CONCEIÇÃO FERREIRA

OS DONOS DA DÍVIDA

UM ENFOQUE SOCIOPOLÍTICO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA DURANTE
O GOVERNO FHC

FLORIANÓPOLIS

2005

ALCEU CONCEIÇÃO FERREIRA

OS DONOS DA DÍVIDA
UM ENFOQUE SOCIOPOLÍTICO DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA DURANTE O
GOVERNO FHC

Dissertação de Mestrado apresentada como requisito à obtenção do título de Mestre junto ao Programa de Pós-Graduação em Sociologia Política do Centro de Filosofia e Ciências Humanas da Universidade Federal de Santa Catarina.
Orientador: Prof. Dr. Ary César Minella.

FLORIANÓPOLIS

2005



Programa de Pós-Graduação em Sociologia Política
Universidade Federal de Santa Catarina
Centro de Filosofia e Ciências Humanas
Campus Universitário - Trindade
Caixa Postal 476
Cep: 88040-900 - Florianópolis - SC - Brasil
E-mail: ppgsp@cfh.ufsc.br

“OS DONOS DA DÍVIDA: UM ENFOQUE SÓCIOPOLÍTICO DA DÍVIDA INTERNA DURANTE O GOVERNO FHC.”

ALCEU CONCEIÇÃO FERREIRA

Esta Dissertação foi julgada e aprovada em sua
forma final pelo Orientador e Membros da
Banca Examinadora, composta pelos
Professores:

Ary César Minella

Prof.º Dr.º Ary César Minella
Orientador

Ricardo Virgolino da Silva

Prof.º Dr.º Ricardo Virgolino da Silva
Membro

Marcos Antonio Macedo e Cintra

Prof.º Dr.º Marcos Antonio Macedo Cintra
Membro

Tamara Benakouche

Prof.ª Dr.ª Tamara Benakouche
Coordenadora

FLORIANÓPOLIS, (SC), ABRIL DE 2005.

*“SE CADA DIA CAI DENTRO DE CADA NOITE,
HÁ UM POÇO ONDE A CLARIDADE ESTÁ PRESA.
HÁ QUE SENTAR-SE NA BEIRA DO POÇO DA SOMBRA
E PESCAR LUZ CAÍDA COM PACIÊNCIA”.*

(PABLO NERUDA)

ZULEIDE

OBRIGADO PELO AMOR, RESPEITO E INCENTIVO,
POR ME ENSINAR QUE SEMPRE HÁ TEMPO PARA NÓS E
NOSSOS OBJETIVOS.

GUI E DINHO

FONTES DE ALEGRIA E EMPOLGAÇÃO
MOLEQUES DE MINHA VIDA.

AOS MEUS PAIS, TASSO E CI

*MEU CARINHO E ETERNA GRATIDÃO PELO
INCENTIVO E PELO BRILHO NOS OLHOS,
DIANTE DE MEUS OBJETIVOS E
REALIZAÇÕES*

AGRADECIMENTOS

AO PROFESSOR ARY MINELLA, PELA OPORTUNIDADE DE PESQUISAR O TEMA, CONFIANÇA E COLABORAÇÃO PARA A CONSTRUÇÃO DESTA DISSERTAÇÃO E, PRINCIPALMENTE PELO APOIO AMIGO EM UM DOS MOMENTOS MAIS DIFÍCEIS DA MINHA VIDA.

AOS COMPANHEIROS DE PESQUISA DO NÚCLEO DE ESTUDOS SOCIOPOLÍTICOS DO SISTEMA FINANCEIRO – NESFI, PELAS CRÍTICAS E SUGESTÕES E, PARTICULARMENTE, PELA OPORTUNIDADE DE REFLEXÃO COLETIVA, QUE SEM DÚVIDA ALGUMA É UMA FONTE DE INSPIRAÇÃO.

AO GRANDE AMIGO VALDIR, PELAS DICAS VALIOSAS PARA A CONSTRUÇÃO DO TEXTO E, PELA PRESENÇA VOLUNTÁRIA EM UM MOMENTO MUITO DIFÍCIL.

RESUMO

Esta pesquisa analisa a dívida pública interna brasileira a partir da posse dos títulos públicos. Ao contrário de outros estudos sobre o tema, buscou-se estudar o processo de financiamento da dívida pública, durante o governo FHC, de uma forma desagregada, ou seja, identificando o montante de cada título público que os principais detentores dessa dívida mantiveram em carteira naquele período, bem como os prazos de maturidade desses títulos. O estudo revelou que a dívida cresceu exponencialmente, está concentrada nas carteiras de um número reduzido de grandes bancos, é de curto prazo, pós-fixada e, os seus encargos estão absorvendo uma parcela significativa da receita pública, significando um processo de apropriação fiscal pelos bancos, cuja magnitude representa uma receita que, em muitos momentos, supera aquela oriunda da atividade tradicional dessas instituições - as operações de crédito. Essas variáveis podem se configurar em poder para os bancos, pois o governo depende deles para refinarçar a sua dívida e, portanto, pode ter as suas decisões estratégicas influenciadas ou constrangidas, caracterizando o exercício da hegemonia financeira por esses bancos. Contudo o poder dessas instituições não está relacionado somente ao controle de ativos financeiros, mas com outras dimensões de seu relacionamento com o Estado e também de sua própria organização de classe. Neste estudo analisamos as carteiras de títulos públicos dos dez maiores bancos por ativo total, segundo a classificação do jornal Valor Financeiro e, constatamos que, especialmente os bancos privados participam ativamente das associações de classe do setor e, portanto, do exercício de lobby que essas entidades executam junto aos poderes Legislativo e Executivo, ao mesmo tempo em que participam e se envolvem no processo político através do financiamento de campanhas de candidatos com projetos que tenham alguma sintonia com os seus objetivos empresariais. Desses indicadores, chama a atenção a composição da direção do Banco Central, constituída em parte por executivos, que antes ou depois de assumirem seus cargos, se vinculam diretamente às instituições financeiras privadas, incluídas aquelas referidas nesta pesquisa. Estes, na medida em que participam do Comitê de Política Monetária (COPOM), influenciam as decisões sobre a taxa básica de juros e, portanto, sobre a rentabilidade dos títulos públicos que as instituições financeiras controlam, o que, em outras palavras, significa que parte daqueles que decidem sobre a remuneração da dívida são ou estão vinculados aos próprios detentores da dívida pública. Nesse sentido, uma reflexão sobre o poder dos bancos não deve se restringir à quantidade de ativos financeiros que eles controlam, pois é a articulação de todos os indicadores mencionados que constitui o poder desses atores, ou melhor, que transforma o poder econômico em poder político, tornando possível que os banqueiros influenciem o processo decisório do governo com o objetivo de garantir segurança e alta rentabilidade para os seus ativos.

ABSTRACT

This research analyses the Brazilian internal public debt by means of the possession of public bonds. In contrast with other studies on the theme, we tried to study the process of financing of the public debt, during the government of Fernando Henrique Cardoso, in a separated way, i.e., identifying the amount of each public bond that the main holders of this debt kept in their portfolio in that period, as well as the maturity terms of these bonds. The study revealed that the debt has grown exponentially, is concentrated in the portfolios of a reduced number of large banks, is short-termed, post-fixed and its taxes are absorbing a significant parcel of the public income, indicating a process of fiscal appropriation by the banks, whose magnitude represents an income that, in many moments, overcomes the one originated from the traditional activity of these institutions – the credit operations. These variables may become into power to the banks, because the government depends on them to refinance its debt and, thus, its strategic decisions may be influenced or constrained, characterizing the financial hegemony practiced by the banks. However, the power of these institutions is not related only with the financial assets control, but with other dimensions of their relationship with the State and also of their own class organization. In the present study, we analyse the portfolios of the ten biggest banks' public bonds in relation by the total asset, according to the classification of the newspaper Valor Financeiro, and we found out that mainly the private banks participate actively of their respective class associations and, therefore, they take part in the lobbies exerted by these institutions over the Legislative and Executive powers, as well as in the political process, by means of the financing of political campaigns with projects that syntonize with their business goals. Among these aspects, it is relevant to mention the composition of the Central Bank administration, partially constituted by executives, who, before or after taking over their functions, link themselves directly to the private financial institutions, including those studied in this research. These executives, as they participate the Comitê de Política Monetária (COPOM – abbreviation for the Monetary Politics Committee), influence the decisions over the basic interests tax and, thus, over the rentability of the public bonds controlled by the financial institutions, what, in other words, means that part of those who make decisions about the remuneration of the debt are the holders of the public debt or are linked to them. Consequently, a reflection about the power of the banks should not be restricted to the amount of financial assets controlled by them, because it is the articulation of all mentioned aspects that constitutes their power, turning the economic power into political power and allowing the bankers to influence the decisions of the government with the aim of ensuring security and high rentability for their assets.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	15
1. A ORIGEM DA DÍVIDA PÚBLICA	19
2. A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA NO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO	28
3. OS DONOS DA DÍVIDA	45
3.1 BANCOS PRIVADOS NACIONAIS	58
3.2 BANCOS PRIVADOS ESTRANGEIROS.....	67
3.3 BANCOS ESTATAIS.....	75
4. OS BANQUEIROS, SUAS ORGANIZAÇÕES E SUAS RELAÇÕES COM O ESTADO	89
4.1 AS ASSOCIAÇÕES DE CLASSE.....	90
4.2 A OCUPAÇÃO DE CARGOS EM ÓRGÃOS ESTATAIS ESTRATÉGICOS.....	99
4.3 FINANCIAMENTO DE CAMPANHAS	103
CONSIDERAÇÕES FINAIS	107
BIBLIOGRAFIA.....	110

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Brasil: Dívidas Interna e Externa em Poder do Mercado como Proporção do PIB (1994-2002)	29
Gráfico 2 – Superávit Primário e Despesas com Juros sobre a DLSP (1997-2002)	34
Gráfico 3 - ABN Amro, Citibank, HSBC e Santander - Carteira de Títulos Públicos: participação por prazo e indexador (2000-2002).....	39
Gráfico 4 - Bradesco, Itaú e Safra – Carteira de Títulos Públicos: participação por prazo e indexador (2000-2002)	39
Gráfico 5 – Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal – Carteira de Títulos Públicos: participação por prazo e indexador (2000-2002).....	40
Gráfico 6 – Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais por Indexador (ABN Amro, HSBC e Santander) – 2000/2002	52
Gráfico 7 – Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais por Indexador (Bradesco, Itaú e Safra) – 2000-2002.	52
Gráfico 8 – Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais por Indexador (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) – 2000/2002	53
Gráfico 9 – ABN Amro, Banco do Brasil, Bradesco, Caixa, Citibank, HSBC, Itaú, Safra, Santander e Unibanco: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1998-2002)	58
Gráfico 10 – Bradesco: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais 2000-2002.....	59
Gráfico 11 – Bradesco: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1995-2002)	60
Gráfico 12 – Bradesco: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (2000-2002).....	60
Gráfico 13 – Itaú: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1996-2002)	61
Gráfico 14 – Itaú: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1996-2002)	62

Gráfico 15 – Itaú: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002).....	62
Gráfico 16 – Safra: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1999-2002)	63
Gráfico 17 – Safra: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1999-2002)	64
Gráfico 18 – Safra: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1999-2002)	64
Gráfico 19 – Unibanco: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (2002).....	65
Gráfico 20 – Unibanco: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1996-2002).....	66
Gráfico 21 – Unibanco: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1996-2002)	66
Gráfico 22 – ABN Amro: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (2000-2002)....	68
Gráfico 23 – ABN Amro: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (2000-2002)	68
Gráfico 24 – ABN Amro: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (2000-2002)	69
Gráfico 25 – Citibank: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2001).....	70
Gráfico 26 – Citibank: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2001)...	70
Gráfico 27 – Citibank: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1998-2001)	71
Gráfico 28 – HSBC: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)	72
Gráfico 29 – HSBC: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)	72
Gráfico 30 – HSBC: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1998-2001)	73
Gráfico 31 – Santander: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1999-2002).....	74
Gráfico 32 – Santander: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1999-2002).	74
Gráfico 33 – Santander: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1999-2002)	75

Gráfico 34 – Banco do Brasil: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)	77
Gráfico 35 – Banco do Brasil: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)	77
Gráfico 36 – Banco do Brasil: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1998-2002)	78
Gráfico 37 – Caixa: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)	78
Gráfico 38 – Caixa: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)	79
Gráfico 39 – Caixa: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1998-2002)	79

Lista de Quadros

Quadro 1 – Características dos Principais Títulos Públicos em Poder do Mercado.....	29
Quadro 2 – Bancos Selecionados: Participação na Diretoria Executiva da FEBRABAN	91
Quadro 3 – Bancos Selecionados: Participação na Direção das Associações de Bancos na América Latina em 2000	98

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Dívida Mobiliária Federal Interna em Poder do Público (1994-2002).....	30
Tabela 2 – Brasil: Taxa Over/Selic – Média Anual: 1997-2002	32
Tabela 3 – Brasil - Títulos Públicos Federais em Poder do Mercado: participação percentual por indexador.....	35
Tabela 4 – Prazo Médio da Dívida Mobiliária Federal em Poder do Público por Tipo de Rentabilidade - em meses	38
Tabela 5 – ABN Amro, Banco do Brasil, Bradesco, Caixa, Citibank, HSBC, Itaú, Safra, Santander e Unibanco ⁽¹⁾ – Carteira de Títulos Públicos Federais ⁽²⁾	43
Tabela 6 – Doações dos Bancos para a Eleição à Presidência da República em 2002	105

INTRODUÇÃO

A dívida pública interna brasileira cresceu 909% durante o governo Fernando Henrique Cardoso, atingindo um montante que correspondia a 50% do PIB ao final desse governo e que comprometia parte substancial das receitas públicas com o pagamento de juros (mais de R\$ 700 bilhões no período 1994-2002).

Esse crescimento extraordinário da dívida foi objeto de análise de diversos autores, sendo que alguns tentaram mostrar que era possível, através da geração de superávits primários elevados, sustentá-la no longo prazo, mantendo estável ou até reduzindo a sua relação com o PIB. Outros autores manifestaram uma postura crítica e procuraram apontar caminhos alternativos que permitissem ao Estado reduzir o peso dos encargos e, conseqüentemente, pudesse liberar mais recursos para programas sociais.

Como um dos propósitos do projeto desta pesquisa era identificar os principais detentores dos títulos da dívida pública interna, como um ponto de partida para compreender as suas relações com o Estado, a escassez de referências na literatura nacional foi um primeiro obstáculo. Com exceção de alguns trabalhos que indicaram algumas pistas sobre quem estava ganhando com o mercado de títulos públicos, tanto as análises ortodoxas quanto as heterodoxas sempre trataram esse tema sob a forma de agregados macroeconômicos, ou seja, as referências à dívida expressavam o seu montante, mas não especificamente quais eram os atores sociais que “carregavam” os títulos públicos e, portanto, seriam os donos dessa dívida.

Não há dúvida de que a montagem de um mapa dessa natureza, no qual estejam identificados todos aqueles que operam no mercado de títulos, é um grande desafio. Primeiramente, porque existe o sigilo bancário, que impede a divulgação de informações sobre o saldo e o destino dos recursos financeiros das pessoas físicas e jurídicas. Segundo, pelo fato de uma parte desses ativos encontrar-se consolidada nos patrimônios dos fundos de investimento.

Contudo, apesar das dificuldades na obtenção dos dados, identificamos que os dez maiores bancos (classificação segundo o ativo total) controlaram mais de 30% da dívida pública brasileira durante grande parte da década de 90, o que revela uma concentração de boa parte dos títulos da dívida pública em poucas instituições financeiras. Esse percentual

supera a casa dos 70%, se considerarmos todo o sistema bancário, sugerindo que o mercado de títulos públicos se tornou uma importante fonte de lucro dos bancos durante aquela década, implicando, em muitos momentos, em uma receita com os juros da dívida maior do que as receitas das operações de crédito, que historicamente foram uma das suas principais fontes de lucro.

Em primeiro lugar, selecionamos os dez maiores bancos que operam no país, a partir do ranking por ativos totais, segundo a classificação do jornal Valor Financeiro¹. O passo seguinte foi o tratamento dos dados, relativos ao período 1994-2002, extraídos dos balanços patrimoniais desses bancos. O principal critério adotado foi a desagregação do montante dos títulos que, esses bancos carregavam em carteira, o que tornou possível mostrar quanto cada banco tinha aplicado em cada um dos principais papéis do governo.

Em segundo lugar, buscou-se organizar os dados de forma a tornar possível a percepção em termos de prazo, indexador, volume de recursos aplicados em títulos e as receitas obtidas nesse “negócio”. Isso foi possível através do cruzamento dos dados obtidos nos balanços dos bancos com as informações dos boletins e relatórios anuais do Banco Central, além dos relatórios da dívida pública da Secretaria do Tesouro Nacional – TN, e dos informativos da Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto – ANDIMA, relativos a esse período.

Convém ressaltar que, mais do que gerar lucros, os títulos da dívida pública podem se constituir em uma fonte de poder para os seus detentores, pois a dependência do governo dos recursos dessas instituições pode gerar as condições que lhes permita influenciar ou constranger as decisões dos formuladores da política econômica ou, em outras palavras, exercer a hegemonia financeira. Esta pesquisa trabalha nessa perspectiva, porém sustenta que o processo de endividamento público deve ser analisado como parte de um contexto maior, pois a força das instituições financeiras está relacionada também a outras dimensões, tais como a organização de classe do setor, a participação nos aparatos de decisão do Estado e seu envolvimento com o processo político.

A partir desse recorte inicial, procurou-se saber como esses atores se vincularam com os indicadores mencionados. Para fazer isso, refletimos sobre o conjunto das informações

¹ Explicações mais completas sobre os critérios utilizados na seleção da amostra podem ser encontradas no Capítulo 3.

relativas aos ativos dos bancos selecionados e sobre o contexto no qual essas instituições estavam inseridas, através da recuperação da literatura no campo da sociologia sobre o mundo empresarial.

No primeiro capítulo, situamos historicamente a origem da dívida pública e, em seguida, destacamos como as regras criadas para os títulos da dívida interna brasileira, que elevaram esses papéis à condição de “quase moeda”, contribuíram para aumentar a sua credibilidade, tornando-os, no início década de 1980, quando eclodiu a crise da dívida externa, a principal forma de financiamento do déficit público.

O comportamento da dívida interna durante o governo de Fernando Henrique Cardoso é o tema do segundo capítulo. Inicialmente, recuperamos as controvérsias em torno do aumento dessa dívida, contrapondo a versão oficial com uma visão mais crítica sobre o processo de endividamento público. Em seguida, apontamos o seu extraordinário crescimento, o qual implicou em um montante que ultrapassou a 50% do PIB em 2001, traduzindo-se na transferência de uma parcela substancial das receitas públicas para as instituições financeiras para o pagamento de juros. Posteriormente, mostramos que um reduzido número de atores detém parte significativa da dívida, o que, agregado ao fato de esses mesmos atores também controlarem grande parte dos ativos financeiros do sistema financeiro, coloca o governo numa condição de dependência dos seus recursos para refinarçar a dívida pública. Essa condição, além influenciar a taxa de juros, também parece ter se refletido na maturação dos títulos, os quais apresentam prazos relativamente curtos no período estudado.

No terceiro capítulo, trabalhamos com os bancos da amostra. Ao contrário dos estudos no campo da economia, que trabalham com agregados macroeconômicos, apresentamos a carteira de cada um dos 10 bancos de uma forma desagregada, isto é, mostramos o montante de recursos que eles aplicaram em Notas do Banco Central – NBC, Letras Financeiras do Tesouro – LFT, Letras do Tesouro Nacional – LTN, Notas do Tesouro Nacional – NTN, e em outros títulos públicos federais. Esses títulos apresentaram liquidez elevada e proteção contra a desvalorização, constituindo-se em uma das principais fontes de lucros dos bancos, o que, por sua vez, aumenta o volume de recursos sob o seu domínio e reforça o exercício da hegemonia financeira.

Finalmente, no quarto capítulo, a análise da concentração da dívida pública, nas carteiras de investimentos de um número reduzido de atores, é inserida em um contexto mais

amplo. Nesta direção, buscamos verificar em que medida estes atores também atuam na defesa dos seus interesses, tomando como indicador a sua participação na diretoria de associações de classe do setor financeiro. Além disso, buscamos verificar seus vínculos com o Estado e o processo político, tomando como indicador a ocupação de cargos estratégicos e o financiamento das campanhas eleitorais. Vale dizer que, além do controle de parte da dívida, eles se organizam em entidades de classe, ocupam cargos estratégicos no Estado e financiam campanhas, possibilitando ampliar sua capacidade de interferência em decisões governamentais que tenham algum impacto nos seus negócios, o que poderia ser, neste caso, uma gestão da dívida pública que assegurasse juros elevados, prazos curtos, e garantias de que, mesmo em situações de crises financeiras, os seus ativos não seriam desvalorizados.

1. A ORIGEM DA DÍVIDA PÚBLICA

Antes de apresentar a história, convém definir o que é dívida pública. Esta pode ter um conceito restrito ou amplo. Dívida pública, em sentido mais restrito, é o resultado das operações de crédito realizadas pelo setor público com o objetivo de antecipar receitas orçamentárias, atender desequilíbrios orçamentários ou financiar obras e serviços do governo. Um conceito mais amplo abrange, além dos elementos citados anteriormente, as operações de crédito destinadas a atender aos objetivos de política monetária, com administração diária do grau de liquidez do sistema financeiro.

Esses conceitos servem para explicar o papel da dívida pública, mas não são suficientes para localizar a sua origem. Antecedendo a localização histórica, pode-se recorrer a Mandel (1977, p. 23-24) para apontar a principal causa da geração de dívida pública:

Nenhum governo poderia durar mais de um mês sem bater à porta dos bancos para pagar as suas despesas correntes. Se os bancos se recusassem, o governo abriria falência. São duplas as origens deste fenômeno. Os impostos não entram diariamente nos cofres; as receitas concentram-se em certos períodos do ano, mas as despesas são contínuas. É deste modo que surge a dívida pública a curto prazo. Este problema não é de solução difícil, mas surge ainda outro problema, muitíssimo mais grave. Todos os Estados modernos capitalistas gastam mais do que ganham. Eis a origem da dívida pública a longo prazo para a qual os bancos e estabelecimentos financeiros adiantam dinheiro a juros elevados. Aqui está uma conexão direta e indireta, um laço diário, entre o Estado e a Alta Finança.

Historicamente a dívida pública surge junto com o Estado moderno, caracterizado pela configuração das Cidades-Estado Gênova e Veneza na Idade Média. Em Marx, esse evento é apresentado da seguinte maneira:

O sistema de crédito público, isto é, da dívida pública, cujas origens já vamos encontrar na Idade Média, em Gênova e Veneza, apoderou-se de toda a Europa durante o período manufatureiro. Impulsionava-o o sistema colonial com seu comércio marítimo e suas guerras comerciais (1988, Livro I, vol. 2, p. 872).

No século XVI, Gênova assume a liderança bancária na Europa. Nesse período, parte dos recursos financeiros ociosos foram direcionados para financiar as conquistas territoriais da Coroa Espanhola. Mas o crescimento exponencial da dívida pública não se localiza

naquela Cidade-Estado. Na verdade, esse evento é marcado pelo surgimento de grandes massas de recursos financeiros na Holanda do século XVII. A localização histórica do surgimento da dívida pública é apontada por Marx. Diz o autor: “O regime de dívida pública implantou-se primeiro na Holanda. A dívida de Estado, a venda deste, seja ele despótico, constitucional ou republicano, imprime sua marca à era capitalista” (idem).

É relevante mencionar que esses recursos, gerados nas atividades comerciais, não podiam ser aplicados nas atividades industriais, porque a indústria ainda não havia atingido o seu pleno desenvolvimento. Por esse motivo, os holandeses direcionaram o capital ocioso para financiar as dívidas dos Estados europeus. Talvez seja essa a razão da instalação das principais casas bancárias holandesas, em meados do século XVII, em Londres, a qual era na época a principal praça financeira e, portanto, dispunha de estrutura para canalizar esses recursos de uma maneira mais eficiente (CARVALHO, 2003, p. 66-67).

Não é demais salientar que, desde a instituição da dívida pública, os bancos estão entre os principais favorecidos pela configuração desse mecanismo de financiamento público. De acordo com Carvalho (op. cit., p. 75),

[...] não é o conjunto da burguesia mas sim a alta e média burguesia que têm acesso aos títulos da dívida pública, pois desde os primórdios do Estado moderno o acesso a esses títulos se dá para os grandes comerciantes, financistas e especuladores [...] já a partir do século XVII, os grandes bancos – em especial na Inglaterra – é que passam a acumular os títulos da dívida.

Além disso, o estabelecimento do mercado de títulos públicos traz consigo um processo de transferência de renda dos assalariados (aqueles que têm os rendimentos tributados e não conseguem repassar esse custo) e das receitas públicas para aqueles que concentram a posse dos recursos financeiros – as instituições financeiras e os grandes industriais. Segundo Carvalho (op. cit., p. 76), até a primeira metade do século XIX, a dívida pública estava, em grande medida, em poder dos bancos.

Convém destacar que nessa fase da história – fase inicial do modo de produção capitalista, os empréstimos concedidos ao Estado, na forma de aquisição de títulos públicos, destinavam-se a financiar as despesas bélicas, a expansão comercial e até mesmo o protecionismo da indústria nascente (CARVALHO, op. cit., p. 70). Note-se que, até o final do século XIX, a emissão de títulos da dívida pública era esporádica, sendo usada mais intensamente nos períodos de guerra entre os países. Assim, esse expediente foi usado durante

as guerras entre Inglaterra e França – 1797, Itália e Áustria – 1866, Rússia e Turquia – 1872, e Rússia e Criméia – 1855 (ANDIMA, 1994, p. 8). A emissão de títulos da dívida pública só foi generalizada a partir da Primeira Guerra Mundial – 1914-1918, quando quase todos os países passaram a utilizar esse instrumento de financiamento.

Um fator potencial de crescimento da dívida pública está relacionado à política dos Estados Unidos após a Segunda Guerra Mundial. Nesse período, os Estados Unidos, objetivando consolidar a sua hegemonia política e econômica perante a Europa e o Japão, promoveram um violento processo de endividamento através da própria moeda. Isso foi possível graças à configuração do Sistema de *Bretton Woods*², o qual elevou o dólar norte-americano à condição de moeda de referência do Sistema Financeiro Internacional. As grandes quantias de dólar emitidas para financiar a expansão das empresas norte-americanas, a reconstrução da Europa, a construção de bases militares norte-americanas no exterior e a concessão de empréstimos a bancos estrangeiros, também serviram para que os países europeus adquirissem letras emitidas pelo Tesouro dos Estados Unidos, contribuindo para financiar o crescente déficit público daquele país (ANDIMA, op. cit., p. 8-9).

O Acordo de Bretton Woods estabeleceu de fato a hegemonia estadunidense no campo monetário internacional, mas isso só foi possível porque os EUA detinham a maior parte do ouro que lastreava a moeda soberana. De fato, dois terços das reservas internacionais de ouro estavam depositados no Federal Reserve. Portanto,

o dólar era a única moeda que podia garantir, de imediato, sua livre conversibilidade ao ouro em montantes significativos, o que consolidava sua aceitabilidade mundial. Isso fez com que os outros países, ao invés de acumularem ouro como reserva de valor internacional, mantivessem suas reservas diretamente em dólares, consolidando a moeda norte-americana como referencial monetário internacional. (BAER *et al*, 1995., p. 81-82).

No Brasil, a origem da dívida pública coincide com período colonial, no qual alguns governadores indicados pela Coroa Portuguesa utilizaram a emissão de títulos como contrapartida a empréstimos contraídos durante os séculos XVI e XVII (ANDIMA, 1994, p. 9).

Nesse período, embora a emissão de títulos tenha servido para financiar as ações dos governadores, não havia nenhum mecanismo de registro da dívida. Então, em 1825, D. Pedro

² Sobre as regras estabelecidas pelo Acordo de *Bretton Woods*, ver Ferreira, 2001, p. 29-30.

I designou uma comissão para apurar o volume e institucionalizar a dívida pública. A conclusão do trabalho dessa comissão aconteceu em 1827 e culminou na criação de uma lei que institucionalizou a dívida pública interna federal (idem).

Depois da institucionalização, a dívida pública era utilizada em largo espectro. As emissões serviam tanto para financiar despesas bélicas como a Guerra do Paraguai, bem como para pagar gastos com caprichos da monarquia, como foi o caso do pagamento do enxoval da Princesa de Joinville (idem).

Porém, a dívida pública como instrumento de financiamento não conseguiu adquirir grande envergadura até o final do governo imperial. Isso decorreu do fato de não existir um mercado secundário, do caráter normativo e dos entraves burocráticos para a transferência da posse dos títulos. Esse problema só foi solucionado no início do governo republicano, quando o Ministério da Fazenda, sob o comando de Rui Barbosa, criou o título ao portador e também facilidades para a sua negociação no mercado (ANDIMA, op. cit., p. 10).

Durante a Segunda Guerra Mundial, o governo brasileiro utilizou políticas compulsórias para se financiar. É desse período a emissão de títulos subscritos obrigatoriamente para quem pagasse imposto de renda, funcionários públicos e pensionistas, os quais sofriam um desconto de 3% em seus salários, pelo qual recebiam obrigações de guerra como contrapartida. Essa política implicou um aumento de 100% dos títulos públicos federais em circulação no período 1942-1949 (idem).

Entretanto, mesmo que em alguns momentos o governo tenha financiado compulsoriamente a sua dívida, nas décadas de 50 e 60, o mercado de títulos no Brasil passou por um período de perda de credibilidade em função do baixo rendimento que proporcionava a seus detentores, chegando em alguns momentos a situações de rendimento negativo.

Embora mesmo com taxas de juro negativas fosse possível obter algum ganho³, o governo brasileiro, buscando recuperar a credibilidade desse mercado, promoveu uma série de reformas estruturais, das quais surgiu a correção monetária, instituída em 1964, a qual funcionou como um mecanismo de proteção aos investidores quanto à perda do poder

³ A existência de taxa de juro real negativa não impede que os detentores dos títulos da dívida pública mais especializados – os bancos, possam obter lucro. Leite e Arvate (2002, p. 74) expressam essa possibilidade da seguinte forma: como intermediários entre o setor público e os agentes privados na negociação dos títulos públicos, maximizam seu lucro quanto maior for o *spread*. Mesmo que exista uma taxa negativa para eles, havendo uma taxa negativa ainda maior para o tomador final destes títulos, a possibilidade de ganho existirá e justificará a sua participação neste jogo.

aquisitivo da moeda. A materialização da correção monetária se deu com a emissão das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTNs.

A correção monetária corrigia nominalmente os débitos do setor público junto aos agentes privados e os débitos dos agentes privados para com o setor público. De acordo com Leite e Arvate (2002, p. 72), a correção monetária foi muito importante para a dívida interna, uma vez que tornou os títulos públicos, antes pouco atrativos, em importante fonte de financiamento, pois por meio desse mecanismo de proteção contra a inflação se tornaram papéis de primeira linha.

É nessa mesma década que surge o *open market* brasileiro (1969/71). Vale dizer que o *open market* é o mercado no qual o Banco Central regula o fluxo de moeda comprando e vendendo seus títulos. Assim, quando há muito dinheiro em circulação, o Banco Central “enxuga” o mercado vendendo títulos públicos; por outro lado, quando há pouco dinheiro em circulação na economia, essa instituição comanda operações de compra desses títulos. A operacionalização dessas operações de compra e venda é feita através das instituições financeiras, pois não é necessário que os vendedores e compradores estejam presentes no mesmo recinto, o que permite que as operações sejam efetivadas por telefone ou outro meio de comunicação utilizado pelo Banco Central e pelas instituições financeiras.

Então as reformas estruturais, dentre as quais pode-se destacar a correção monetária, a estruturação do *open market* e o desenvolvimento da intermediação financeira através da atuação dos bancos no *open market*, contribuíram significativamente para recuperar a credibilidade dos títulos do governo, possibilitando que o financiamento do déficit público pudesse ter, na emissão de títulos públicos, uma fonte efetiva de recursos, o que permitiria, por outro lado, a manutenção dos investimentos públicos em uma época de inflação e crescimento econômico ascendentes. Certamente é por isso que a dívida teve um aumento real de cerca de 40.000%⁴ no período 1964-1979 (ANDIMA, op. cit., p. 11).

Mas o que garantiu que a dívida pública interna se transformasse num ativo de elevada liquidez foi um conjunto de regras criadas pelo governo. Essas regras, ao mesmo tempo em que buscavam recuperar a credibilidade dos títulos do governo, também levaram a dívida pública interna a assumir as funções da moeda e a realizar uma espécie de *hedge* contra a inflação. Pode-se destacar a Resolução 366, de 09.04.1976, cuja permissão de recompra

⁴ Valores deflacionados pelo IGP-DI.

automática de títulos federais pela autoridade monetária eliminou o risco de perder dinheiro no negócio dos títulos públicos, pois em qualquer hipótese o governo, em algum momento, converteria esses títulos em moeda corrente (LEITE e ARVATE, op. cit., p. 73-75).

É provável que tenha sido exatamente por essa razão que, mesmo com a hiperinflação da década de 1980, o Brasil não dolarizou a economia. A proteção contra a desvalorização se deu de uma forma peculiar, (a qual foi) viabilizada pela criação de um substituto da moeda interna – os títulos públicos, os quais eram transacionados através do sistema bancário. Assim, os depósitos bancários tinham como contrapartida a emissão de títulos públicos, que apresentavam uma blindagem contra a desvalorização da riqueza (BEVILAQUA e GARCIA, 2002, p. 90).

De fato, esse foi um período no qual o setor privado pôde gozar de uma grande segurança quanto ao retorno das aplicações dos seus recursos financeiros excedentes. Na visão de Belluzzo e Almeida (2002), a política monetária adotada para enfrentar a crise dos anos 80 do século XX eliminou os riscos provenientes das taxas de juros e da variação cambial para as aplicações financeiras, pois:

[...] com a emissão de moeda indexada ou títulos dolarizados o governo garantiu aos agentes privados a possibilidade de *arbitragem*⁵ entre ativos financeiros, absorvendo, mediante desequilíbrios fiscais e patrimoniais crônicos, os riscos de taxa de juros e o risco cambial. (BELLUZZO e ALMEIDA, 2002, p. 18).

Obviamente, essa postura do governo levou ao crescimento de uma classe de rentistas e ao fortalecimento da indexação de preços e contratos. Segundo esses autores:

No caso brasileiro, a concentração dos riscos no Estado garantiu o poder de compra de riqueza financeira, mas provocou outras conseqüências. Uma delas, talvez a mais importante, é que, ao tentar evitar o colapso do sistema monetário, pela emissão de um ativo garantido contra oscilações do poder de compra, o Estado determinou a polarização das expectativas privadas. O ativo protegido desperta as atenções do mercado, sua demanda sobe e é satisfeita por oferta correspondente, sua remuneração se eleva, maior é o seu poder de atração como reserva de valor. A

⁵ *Arbitragem*: obtenção de lucros com as diferenças de preço quando o mesmo título, moeda ou commodity é negociado em dois ou mais mercados. Por exemplo, um arbitrador compra simultaneamente um contrato de ouro no mercado de Nova York e vende um contrato de ouro no mercado de Chicago, obtendo um lucro porque, naquele momento, há um diferencial de preço entre os dois mercados. Note-se que o preço de venda do arbitrador é superior ao de compra (DOWNES e GOODMAN, 1993, p. 22).

economia não explode num desastre hiperinflacionário, mas começa a apodrecer no rentismo e no hábito da indexação (BELLUZZO e ALMEIDA, op. cit., p. 19).

A Conferência das Nações Unidas para o Comércio e Desenvolvimento – UNCTAD, fala do surgimento de “um novo tipo de rentista, detentor dos títulos da dívida pública” (UNCTAD *apud* CHESNAIS, 1998, p. 261). Trata-se de um “arquetipo do rentista que capta seus rendimentos por via fiscal” (CHESNAIS, 1996, p. 248), ou como identificado por Marx “a acumulação do capital da dívida pública nada mais significa [...] que aumento de uma classe de credores do Estado, a qual tem direito a tomar para si certas quantias tiradas do montante dos tributos” (1985, p. 548), ou ainda conforme a abordagem keynesiana: “são pessoas que não vivem de sua própria atividade, e sim da dos devedores” (FITOUSSI, 1995 *apud* CHESNAIS, 1996, p. 248).

Retornando à questão do fortalecimento do mercado de títulos públicos no Brasil, pode-se afirmar que foi o desenvolvimento da intermediação financeira, através da ação normativa do Estado, que recuperou a credibilidade dos títulos do governo, tornando possível o financiamento do déficit via emissão de títulos numa conjuntura de inflação ascendente. A via da dívida interna tornou-se a principal fonte de financiamento do governo brasileiro quando eclodiu a crise da dívida em 1982, a qual teve como pano de fundo o fim do mercado voluntário de crédito externo para os países em desenvolvimento. Como a passagem de uma fonte de financiamento para outra não é automática, houve a necessidade do estabelecimento de ganhos adicionais para que os leilões de títulos públicos não fossem frustrados. Assim,

Para tornar os papéis internos mais atrativos, o governo instituiu uma diferenciação tributária, que se expressava na prática por uma incidência menor de tributos sobre os papéis públicos em relação aos privados. Além disso, elevou a taxa de juros que remunerava os títulos públicos (ANDIMA, op. cit., p. 12).

Convém destacar que o aumento da taxa de juros interna guarda uma estreita relação com o processo de endividamento externo, o qual foi preponderante no financiamento público até o final da década de 1970. Nessa época, o governo militar, aproveitando-se da oferta abundante de crédito no mercado financeiro internacional, lançou o país num violento processo de endividamento externo. Os recursos captados sob a forma de empréstimos foram utilizados na ampliação da infra-estrutura produtiva; no pagamento do serviço da dívida

existente e para sustentar as taxas de crescimento do “milagre econômico⁶”. A via do financiamento externo foi forçada através de uma política monetária restritiva, baseada numa taxa de juros elevada.

Isto fez com que fosse gerada uma dívida pública interna, que em pouco tempo passou a crescer pelo próprio giro, o que caracterizou o governo como um devedor tipo Ponzi⁷, pois ao se financiar através da colocação de títulos, este acabou por elevar a relação dívida/PIB, numa situação em que os novos títulos só têm demanda por oferecerem taxas de juros extremamente atraentes (GIAMBIAGI e ALÉM, 2000, p. 211). Obviamente, isso criou um círculo vicioso de novos aumentos da dívida e da taxa de juros. Uma situação como essa pode chegar no limite em determinado momento, levando o governo a aumentar os impostos e/ou reduzir o gasto público ou decretar a moratória da dívida pública para conseguir equilibrar as suas finanças.

Com a ruptura do padrão de financiamento externo em 1982, já mencionada anteriormente, as finanças públicas brasileiras foram afetadas de duas maneiras distintas, tendo como consequência direta o aumento da dívida pública interna.

Primeiro, a geração de megasuperávites comerciais para acumular divisas com vistas ao pagamento do serviço da dívida externa criou a necessidade de emitir títulos públicos para esterilizar as receitas obtidas com as exportações. Além disso, verificou-se uma redução no resultado fiscal devido aos subsídios e incentivos concedidos ao setor exportador.

Em segundo lugar, o peso maior da dívida em moeda estrangeira, decorrente do aumento das taxas de juros para os empréstimos bancários, no início dos anos 80 do século passado, também teve como consequência um aumento da dívida interna em razão do

⁶ No período 1968 a 1973, o produto brasileiro cresceu a uma taxa média de 9%. Em um estudo sobre o período, Paul Singer, define com precisão a origem do termo: “[...] quando o crescimento do Produto Interno Bruto brasileiro superou pela terceira ou quarta vez a marca dos 9%, proclamou-se o *milagre brasileiro*” (SINGER, 1985, p. 123). Essas taxas de crescimento foram possíveis graças aos subsídios e incentivos fiscais concedidos pelo Estado. Então o crescimento do produto implicou num déficit público que foi coberto pelos empréstimos externos.

⁷ A expressão “devedor Ponzi” se originou em razão da prática de Charles Ponzi, um financista de Boston nos anos 20, o qual “comprometia-se a pagar uma taxa de juros de 50% por depósitos de apenas 45 dias de prazo. Quando chegava o momento de saldar os compromissos de pagamento de capital e de juros, conseguia recursos na forma de novos depósitos, captados em condições similares. Em pouco tempo, a sua dívida tinha assumido uma proporção muito maior do que a sua capacidade de pagamento. Quando se percebeu que ele não tinha a menor condição de pagar, esse mecanismo deixou de operar e o sistema que Ponzi tinha montado simplesmente desmoronou” (GIAMBIAGI e ALÉM, 2000, p. 211).

aumento do montante de juros desses empréstimos e da elevação da taxa de juros interna para atrair os recursos financeiros de que o Tesouro não dispunha.

Esse quadro gerou um enorme desequilíbrio financeiro no setor público. Para enfrentá-lo foram aumentadas as alíquotas do IRPF e IRPJ, além da taxação da riqueza financeira, e foi criado o Fundo de Investimento Social (FINSOCIAL). Porém, essas medidas não foram suficientes; aliás, os recursos obtidos pelo lado das receitas fiscais evadiram através das políticas de subsídios ao setor exportador e a outros setores, pela inflação e em decorrência da recessão da economia no período. Como consequência, o ajuste proposto pelo governo para equilibrar as contas públicas se mostrou inviável. Assim, entre 1980 e 1984, do lado das despesas, ocorreram cortes de 50% nos investimentos públicos em geral e de 33,4% nas despesas com custeio, afetando principalmente os salários do setor público (CARNEIRO, 1991, p. 184). De uma maneira geral, a política econômica voltada para o setor exportador foi feita às custas da queda dos investimentos públicos nas áreas sociais, de um arrocho salarial no setor público e da renúncia fiscal.

2. A DÍVIDA PÚBLICA INTERNA NO GOVERNO FERNANDO HENRIQUE CARDOSO

Nos anos 90, durante o governo de Fernando Henrique Cardoso (FHC), a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi em poder do mercado, composta principalmente por Notas do Banco Central – NBC, Letras Financeiras do Tesouro – LFT, Letras do Tesouro Nacional – LTN e Notas do Tesouro Nacional – NTN (Quadro 1), cresceu 25 pontos percentuais do PIB, superando significativamente a evolução da dívida externa (Gráfico 1). Essa evolução implicou em um crescimento nominal da dívida de 909% no período de 1994 a 2002 (Tabela 1). Esse crescimento exponencial da dívida interna pode ser visto por diversos prismas. Na versão oficial, as causas deste aumento decorreram do reconhecimento de vários tipos de passivos governamentais – os “esqueletos”⁸, muitos deles negociados com grande deságio no mercado; do saneamento dos Estados e Municípios⁹; dos superávits primários menores antes de 1998; da desvalorização cambial¹⁰ significativa a partir de 1999 e das taxas de juros reais elevadas.

Segundo a visão do governo, apesar do incremento na dívida, deve ser considerado que existem fatores que não são recorrentes, como é o caso dos saneamentos dos Estados e Municípios e dos “esqueletos”. Além disso, são apontadas as seguintes razões para acreditar que a dívida pública é sustentável no longo prazo: a) não há dificuldades estruturais para gerar receitas no Brasil; b) a disciplina fiscal foi alcançada em todos os níveis do governo; c) a Lei de Responsabilidade Fiscal assegura um regime fiscal sólido e mais permanente; e d) há uma proibição constitucional para criar leis que modifiquem contratos financeiros existentes ou que possam ser interpretados como reestruturação forçada (GOLDFAJN, 2002, p. 3).

⁸ R\$ 14,6 bilhões-FCVS, R\$ 6,2 bilhões-Sunamam, R\$ 2,2 bilhões-RFFSA, R\$ 39,8 bilhões –Outros.

⁹ De acordo com os dados da Secretaria do Tesouro Nacional, o valor referente ao saneamento dos Estados e Municípios correspondente ao período de Julho/1994 a Dezembro/2001 foi de R\$ 297,7 bilhões.

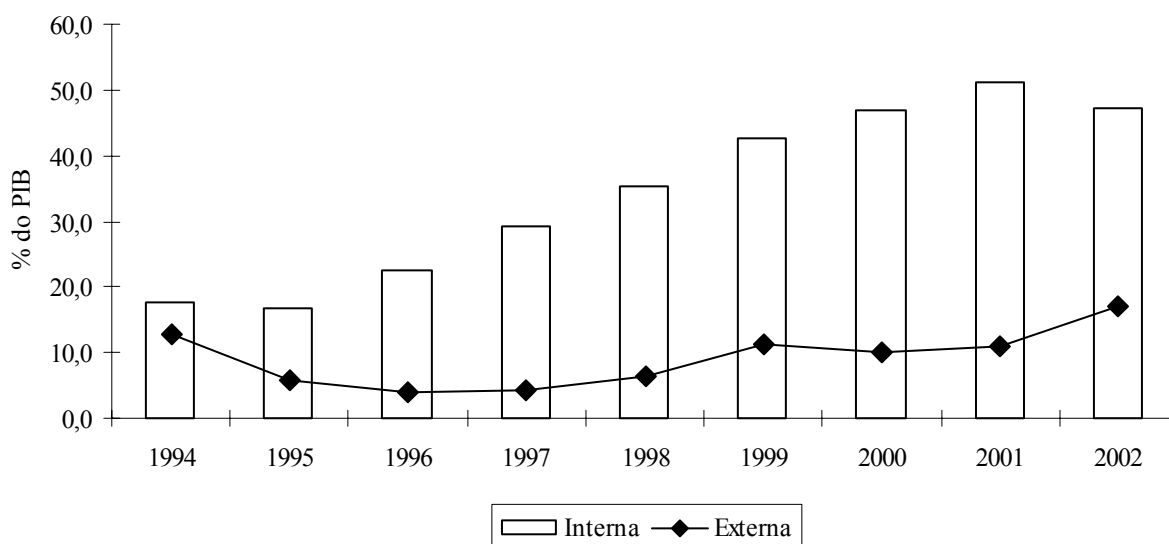
¹⁰ Em razão da desvalorização cambial, a dívida pública aumentou em R\$ 72, 8 bilhões entre Julho/1994 a Dezembro/2001 (Cf. dados da Secretaria do Tesouro Nacional).

Quadro 1 – Características dos Principais Títulos Públicos em Poder do Mercado

Título	Função	Correção	Base Legal	Prazo
NBC	Para fins de execução de política monetária; com o intuito de dar <i>hedge</i> cambial para as instituições.	Dólar comercial.	Res. N° 2.673/1999 Circ. N° 2.960/2000 Carta-Circ. n° 2.893/00	Mínimo de 1 mês.
LFT	Prover recursos necessários à cobertura de déficit orçamentário, ou para realização de operações de crédito por antecipação de receita orçamentária.	Selic.	Decreto n° 3.859/2001	Definido pelo Ministério da Fazenda na data da emissão.
LTN	Para cobertura de déficit orçamentário e realização de operações de crédito por antecipação da receita	Selic.	Decreto n° 3.859/2001	Definido pelo Ministério da Fazenda na data da emissão.
NTN	Prover recursos necessários à cobertura de déficits orçamentários ou à realização de operações de crédito por antecipação de receita e para atendimento a determinações legais.	Maior parte pelo dólar comercial e o restante por índice de preços, TR e TLJP.	Medida Provisória n° 1.974, de 01/06/2000, Decreto n° 3.540, de 11.07.00 e Portaria MF n° 214, de 14/07/2000 e Portaria STN n° 442, de 05/09/2000.	Definido pelo Ministério da Fazenda na data da emissão.

Fonte: Banco Central e Tesouro Nacional
Elaboração do autor

Gráfico 1 – Brasil: Dívidas Interna e Externa em Poder do Mercado como Proporção do PIB (1994-2002)



Fonte: www.ipeadata.gov.br (consulta em 30/11/2003; Boletim do Banco Central do Brasil (vários números)
Elaboração do autor

Tabela 1 – Dívida Mobiliária Federal Interna em Poder do Público (1994-2002)

	(R\$ milhões)								
Título	dez/1994	dez/1995	dez/1996	dez/1997	dez/1998	dez/1999	dez/2000	dez/2001	dez/2002
NBC	0	0	0	11.629	33.800	61.897	83.914	122.044	67.125
LFT	7.771	18.417	0	63.592	157.171	204.223	265.699	323.301	372.584
LIN	519	19.535	48.077	64.755	5.438	38.118	79.190	44.343	13.596
NIN	26.999	21.137	44.975	61.865	52.241	98.182	46.233	85.841	127.399
Outros Tít. Púb. Federais	26.494	49.395	83.159	53.669	75.210	12.481	41.080	39.453	42.487
Total	61.783	108.484	176.211	255.510	323.860	414.901	516.116	614.982	623.191

Fonte: Relatório Anual do Banco Central - 1997, 1998, 2000, 2001 e 2002.

Elaboração do autor

A argumentação do governo de que a maior parte do aumento da dívida deve-se a eventos que não voltarão a acontecer não pode ser parâmetro para gerar boas expectativas quanto ao futuro da dívida pública, pois esta continuará a crescer em razão da permanência dos juros em patamares elevados. Os dados têm demonstrado que “a cada ano a dívida aumenta 5% do PIB, valor que terá que ser zerado para evitar o crescimento da relação dívida/PIB” (CARNEIRO, 2002, p. 397). É por essa razão que a meta de superávit primário, estabelecida no acordo que o Brasil assinou com o FMI, alcançou a marca de 3,91% do PIB no final do Governo FHC. Um esforço fiscal dessa magnitude correspondia, ao final de 2002, a R\$ 52 bilhões, uma quantia que poderia ser destinada para o financiamento de programas sociais, ajudando a compensar um pouco os efeitos perversos da política econômica adotada nas últimas décadas.

Por outro lado, como não houve déficit primário nas contas públicas nesse período, os fatores “permanentes” que impulsionaram o crescimento dessa dívida foram: as taxas de juros elevadas – a taxa básica média de juros (Selic) de Mai/97 a Dez/2002 foi de 22,5% a.a. (Tabela 2); e a esterilização¹¹ da absorção de recursos financeiros do exterior (Investimento Externo Direto – IDE, e investimento em carteira), de 1997 a 2001, foi de US\$ 167 bilhões (Cf Boletim do Banco Central – vários números). Este último fator tem um efeito no longo prazo, isto é:

¹¹ Esterilização, neste caso, está relacionada ao processo de internalização da moeda estrangeira que entra do país, no qual o Banco Central pode emitir moeda ou títulos públicos na quantia correspondente ao montante de recursos que ingressaram no país. Porém, como a visão predominante entre as autoridades monetárias é de que a emissão de moeda exerce uma pressão muito grande sobre o nível de preços, esse processo é realizado através da emissão de títulos da dívida pública.

a emissão inicial de dívida para esterilizar o acréscimo de reservas não representa, num primeiro momento, aumento da dívida líquida do setor público, pois o acréscimo da primeira se dá por aumento de haveres externos. Mas a disparidade entre a taxa de juros que remunera as reservas e a dívida interna faz que essa última cresça mais rapidamente. Ao final de alguns anos, o estoque de dívida pública não guarda mais relação com o montante de reservas. (CARNEIRO, op. cit., 2002, p. 395).

Talvez seja importante ressaltar que “Selic” é a sigla de Sistema Especial de Liquidação e Custódia, uma instância operacional do Banco Central, usada por este nos empréstimos a instituições financeiras, servindo como um sinalizador para os níveis de juros cobrados no mercado. Por isso, é considerada a taxa básica da economia. A Selic é definida pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil – COPOM. Criado em 20 de junho de 1996, o COPOM tem como objetivos estabelecer as diretrizes de política monetária, definir a meta da taxa Selic e analisar o relatório de inflação.

O funcionamento atual do COPOM é normatizado pela Circular do Banco Central nº 3.204 de 04/09/2003, a qual também define que o mesmo será composto pelos membros da Diretoria Colegiada do Banco Central: o presidente, que tem o voto de qualidade; e os diretores de Política Monetária, Política Econômica, Estudos Especiais, Assuntos Internacionais, Normas e Organização do Sistema Financeiro, Fiscalização, Liquidações e Desestatização, e Administração. Também participam do primeiro dia da reunião os chefes dos seguintes Departamentos do Banco Central: Departamento Econômico (DEPEC), Departamento de Operações das Reservas Internacionais (DEPIN), Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (DEBAN), Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB), Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP), além do gerente-executivo da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (GERIN). Integram ainda a primeira sessão de trabalhos, três consultores e o secretário-executivo da diretoria, o assessor de imprensa, o assessor especial e, sempre que convocados, outros chefes de departamento convidados a discutir sobre assuntos de suas áreas. As reuniões do COPOM ocorrem mensalmente e são presididas pelo Presidente do Banco Central.

Tabela 2 – Brasil: Taxa Over/Selic – Média Anual: 1997-2002

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Taxa média
Taxa de juro (% a.a.)	25,5	29,4	26,0	17,6	17,5	19,1	22,5

Fonte: www.ipeadata.gov.br (consulta em 21/11/2003)

Elaboração do autor

Ainda sobre o peso dos juros da dívida nas finanças públicas, uma importante discussão foi levantada por Hermann (2002, p. 43). Essa autora refuta prontamente o discurso liberal de que os superávits primários teriam sido muito pequenos frente aos juros nominais. Para ela ocorre exatamente o contrário, ou seja, foram os juros nominais que se mostraram muito grandes frente aos superávits primários obtidos.

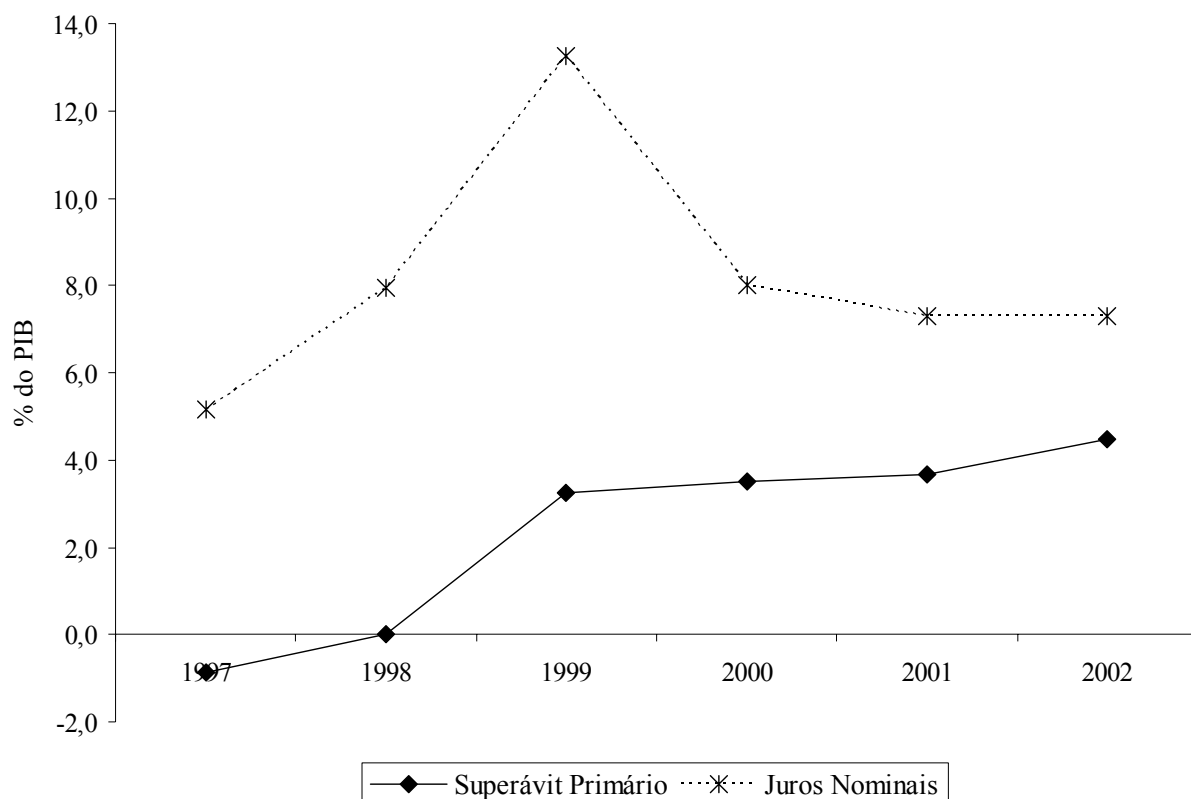
A tese dessa autora está baseada no fato de que as metas iniciais de superávit primário estabelecidas pelo governo dentro dos parâmetros do acordo com o FMI, foram, em vários momentos, revistas para cima e, mesmo assim, foram cumpridas com folga. Pelos dados oficiais, pode ser visto no Gráfico 2 que, a despeito de um superávit primário crescente, o montante de juros da dívida como proporção do PIB sempre foi superior. Note-se que, neste caso, em função da disponibilidade de dados e pelo fato de ser a medida mais usada para o cálculo do endividamento do setor público no Brasil, foi adotado o conceito de Dívida Líquida do Setor Público – DLSP. Esse conceito de dívida é mais amplo do que o conceito de Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFi, focalizado nesta pesquisa, pois abrange o saldo líquido (dívida menos créditos) do endividamento do setor público não-financeiro e do Banco Central com o sistema financeiro (público e privado), o setor privado não financeiro e o resto do mundo. Divulgada pelo Banco Central no seu Boletim mensal, a DLSP inclui o endividamento dos três níveis de governo, inclusive Previdência e empresas estatais. Isso não implica em uma distorção pela simples razão de que se restringe a mostrar o descompasso entre o esforço fiscal e as despesas com juros.

Para outros autores (BATISTA Jr., 2001; CARVALHO, 2004; FURTADO, 1999; e PASSARINHO, 2001;), a atual situação de endividamento está relacionada com a opção de política econômica do Governo FHC, que seguiu em grande parte as recomendações liberalizantes preconizadas pelos organismos financeiros multilaterais, aumentando o grau de abertura comercial e financeira a partir de 1994.

Os principais mecanismos utilizados para viabilizar essa política foram: a redução das alíquotas de importação; a elevação da taxa de juros interna e a valorização cambial. Esse conjunto de fatores implicou num choque de oferta de produtos importados, resultando em crescentes déficits comerciais. O financiamento do déficit na balança comercial foi possível graças à entrada de capitais externos sob as formas de investimento direto e de curto prazo. Esses capitais cumpriram o papel de financiar o déficit no curto prazo, mas depois de um certo tempo, passaram a pressionar as contas públicas através da remessa de lucros e dividendos e, no caso do investimento de curto prazo, pela cobrança de juros mais altos. Sobre este aspecto, segundo Furtado, deve-se considerar que o sobreendividamento brasileiro entre 1995-1998, “ocorreu num período em que o crescimento econômico foi praticamente zero” (1999, p. 38).

Essa “opção” do governo brasileiro levou a uma situação de dependência de recursos externos, a qual tem exercido uma pressão altista sobre a taxa de juros. No campo da teoria econômica ortodoxa (PINHEIRO, 2000), essa relação taxa de juros/dependência de recursos externos pode ser explicada tanto pela Teoria do Prêmio de Liquidez quanto pelo Indicador de Solvência derivado da relação Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)/PIB. No primeiro caso, a pressão para a elevação da taxa de juros decorre do grau de risco do investimento, da incerteza e do prazo. Quanto maiores forem esses fatores, maior será o juro exigido para financiar a dívida pública. Além desses fatores, há ainda a inflação como um elemento importante na geração de expectativas quanto à taxa de juros. “Se há algum risco de perda patrimonial em razão da inflação, esta expectativa deve ser coberta por uma remuneração adicional” (PINHEIRO, op. cit., p. 5). A uma conclusão semelhante chegam Costa da Silva e Cavalcanti (2000, p. 39), ao afirmarem: “[...] a política de alongamento dos prazos médios da dívida privilegiando a emissão de títulos prefixados levou a um aumento do custo de financiamento da dívida”. Desta forma, os dados apresentados na Tabela 3, na qual pode ser observada uma participação muito significativa de títulos prefixados no total da DPMF em poder do mercado no período 1994-1997, justificariam a persistência de juros elevados.

Gráfico 2 – Superávit Primário e Despesas com Juros sobre a DLSP (1997-2002)



Fonte: Boletim do Banco Central e Notas para a Imprensa (vários números) e <http://www.ipeadata.com.br>.
Elaboração do autor

Em relação ao Indicador de Solvência do Estado – DLSP/PIB, é importante perceber que quando este aumenta, o setor privado adotará comportamento defensivo em relação aos títulos públicos, o qual pode se expressar das seguintes formas: exigência de juros altos, pressão para a redução de prazos dos empréstimos e, em última instância, a rejeição desses títulos. Se esta situação chegar a um ponto extremo, só restará ao governo as opções de monetizar¹² a economia ou aplicar um “calote” na dívida pública. Se isto viesse a ocorrer, os corolários poderiam ser um aumento da inflação, a insolvência do sistema financeiro e uma fuga de capitais. Todos esses elementos geram uma violenta pressão sobre a dívida pública, que inevitavelmente acaba explodindo.

¹² Trocar a forma de se financiar, emitindo moeda ao invés de títulos.

Tabela 3 – Brasil - Títulos Públicos Federais em Poder do Mercado: participação percentual por indexador

Índice de correção	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Total DPMFi – R\$ milhões	61,8	108,5	176,2	255,5	323,9	414,9	516,1	615,0	623,2
Câmbio	8,3	5,3	9,4	15,4	21,0	24,2	22,3	28,6	22,4
TR	23,0	9,0	7,9	8,0	5,3	3,0	4,7	3,8	2,1
IGP-M	12,5	5,3	1,7	0,3	0,3	0,3	1,6	4,0	7,9
Over/Selic	16,0	37,8	18,6	34,8	69,1	61,2	52,2	52,8	60,8
Pré-fixado	40,2	42,6	61,0	40,9	3,5	9,1	14,8	7,8	2,2
TJLP	-	-	1,4	0,6	0,2	0,1	-	-	-
IGP-DI	-	-	-	-	0,1	2,1	4,4	3,0	3,1
IPCA	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5
TBF	-	-	-	-	0,5	-	-	-	-
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil – vários números

Elaboração do autor

Um aspecto interessante da relação do Estado com o mercado no processo de financiamento da dívida se refere à alternância da “colocação” de títulos pós-fixados ou pré-fixados conforme a situação conjuntural. Assim, nos períodos de estabilidade pode-se ter boas expectativas quanto à venda de títulos pré-fixados e, quando a economia estiver passando por um período de instabilidade, é mais provável que o governo consiga se financiar através da venda de títulos pós-fixados. É exatamente isto o que demonstra a Tabela 3, na qual pode-se verificar, a partir de 1997, um crescimento extraordinário da dívida pós-fixada, indexada principalmente à taxa Over/Selic e ao dólar, ao mesmo tempo em que diminui na mesma proporção à dívida pré-fixada. Uma provável explicação para essa substituição entre os indexadores dos títulos pode ser buscada nos momentos de turbulência que abalaram o sistema financeiro internacional em meados dos anos 90. Os mais importantes foram os *crashes* financeiros de julho-setembro de 1997 na Tailândia, Malásia, Indonésia e Filipinas e a moratória russa em agosto de 1998. O ponto de partida desses *crashes* é o rompimento da ancoragem que liga as moedas locais ao dólar, pois,

o desprendimento da ancoragem anterior provoca, como elemento de um único e mesmo processo, a queda livre da taxa de câmbio, a saída dos capitais de curto prazo e o desabamento do mercado financeiro (tanto no setor de títulos como no acionário). Isso leva a um astronômico aumento do custo de todos os empréstimos,

liberados em dólar, emitidos pelos bancos e empresas locais. Assim, praticamente do dia para a noite, os bancos locais tornam-se insolventes, com o desaparecimento imediato do crédito às empresas e o início de falências bancárias em série. O processo de contração do crédito será tanto mais rápido e brutal na medida em que os bancos internacionais anulem os acordos de refinanciamento e retirem seus depósitos interbancários. O FMI deve então intervir em meio ao cataclismo para evitar simplesmente que esses países se declarem insolventes. Nem os bancos e as empresas locais, nem o governo [...] podem continuar garantindo o serviço de sua dívida privada ou pública, e menos ainda o reembolso dos empréstimos que chegam ao seu vencimento. (CHESNAIS, 1998, p. 297-298).

Em situações como essas, nas quais existe a possibilidade de propagação mundial da crise financeira, é natural que os investidores procurem fatores de correção que protejam os seus ativos financeiros da desvalorização. Nesse sentido, parece razoável a ligação entre eventos de crises no mercado financeiro internacional e a reconfiguração das carteiras de títulos da dívida pública brasileira. Não é demais mencionar que, em razão das condições de incerteza, tanto a necessidade do governo brasileiro de rolar a sua dívida, bem como a pressão dos investidores podem ter sido decisivas para que os títulos pós-fixados tenham se tornado preponderantes.

Uma outra interpretação para essa inversão está relacionada ao crescimento da dívida, pois na medida em que há um aumento significativo do montante da dívida, aumentam os riscos do crédito e os investidores exigem um retorno maior. Uma das possibilidades para a manutenção do custo financeiro sob controle seria a redução da maturidade dos títulos pela autoridade monetária, no entanto, como no Brasil houve um aumento da maturidade, embora não tenha sido significativo, a indexação compensou esse aumento relativo, pois ela “é uma forma de reduzir a maturidade e a duração efetivas, especialmente quando os instrumentos estão indexados a taxas de juros overnight” (HERRERA, 2002, p. 27).

Esses fatores conjunturais, juntamente com a concentração dos títulos podem influenciar na taxa de juros, traduzindo-se numa elevação dessa taxa como uma condição para a compra de títulos prefixados em períodos de instabilidade. Na verdade, essa probabilidade de acordo com Carvalho (2004, p. 4) é uma imposição, pois “em momentos de instabilidade e reversão de expectativas, o governo se vê literalmente obrigado a recomprar papéis e a substituí-los por títulos com juros mais elevados ou corrigidos pelas taxas de juros de curtíssimo prazo ou pela taxa de câmbio”.

Mas a dívida pública interna é mesmo de curto prazo? Qual é o espaço temporal para um título ter a sua maturidade definida como curto ou longo prazo? Sobre esse aspecto convém mencionar em primeiro lugar a postura do Banco Central, a qual foi manifestada em 1º/02/2004 pelo chefe do Departamento Econômico – Divisão de Finanças Públicas, ao responder correspondência deste autor¹³, na qual se procurava saber o número de meses que aquela instituição considerava curto prazo ou longo prazo para o vencimento dos títulos da dívida pública.

- “Quanto aos prazos da dívida pública, não utilizamos a classificação de curto e longo prazos para a dívida. O Banco Central publica cronograma de vencimentos dos títulos da dívida pública mobiliária federal, onde poderá ser analisado o perfil desse endividamento”.

A partir dessa posição, a qual pode ser considerada oficial por ter sido pronunciada por um alto funcionário do Banco Central, percebe-se que há uma certa dificuldade em criar um marco temporal que defina objetivamente o que é curto e longo prazos em termos de dívida pública ou, de uma outra perspectiva, pode-se sugerir que, em razão da dependência dos recursos concentrados nos bancos, o governo seria incapaz de fixar autonomamente o prazo para os seus títulos. Nesse sentido, é possível pensar que a maturação dos papéis do governo seria o produto da necessidade de rolagem da dívida e da disposição dos bancos em financiá-la, o que implica em considerar que os prazos de vencimento dos títulos da dívida pública seriam determinados pelo mercado.

Na literatura internacional sobre a dívida pública, há um marco temporal que estabelece um limite entre o que seriam curto e longo prazos de maturação dos títulos da dívida pública. Em um estudo recente, o qual aborda política de gerenciamento da dívida em países desenvolvidos, o longo prazo é definido para aqueles títulos cuja maturação sejam bem superiores há um ano (MISSALE *et al*, 2002, p. 467).

Contudo, para os autores que focalizam há muito tempo em suas pesquisas a dívida pública brasileira, esta teria um prazo relativamente curto, sugerindo que o esforço que vem sendo feito para alongar a maturidade dos títulos não teve um efeito significativo, o que também, ao nosso juízo, coloca a estrutura de maturidade dos títulos públicos da dívida interna numa condição de curto prazo. (Ver BATISTA Jr., 2001; CARVALHO, 2004;

¹³ Em 1º/01/2005, enviei um e-mail para o Departamento Econômico – Divisão de Finanças Públicas do Banco Central do Brasil, perguntando sobre a definição de curto e longo prazos que aquela instituição havia estabelecido para a dívida pública.

GONÇALVES e POMAR, 2002; HERRERA, 2002; MERCADANTE, 2001; NOGUEIRA DA COSTA, 2001; TAVARES e MELIN, 1998).

Portanto, parece mais sensato pensar que a dívida pública interna, da forma que está estruturada, implica em prazos relativamente curtos articulados com uma correção pós-fixada. É isso que pode ser percebido, para o total da dívida pública em poder do público, na comparação dos dados do Tabela 4 com aqueles constantes da Tabela 3, nos quais se verifica uma concentração dos títulos públicos em um prazo de até 30 meses.

Tabela 4 – Prazo Médio da Dívida Mobiliária Federal em Poder do Público por Tipo de Rentabilidade - em meses

	Pré-Fixada	Pós-Fixada				
		Selic	Índice de Preços ⁽¹⁾	Câmbio	TR	Outros ⁽²⁾
1999	5,56	27,51	58,94	27,94	102,66	10,97
2000	5,41	24,74	60,96	26,45	105,14	10,79
2001 ⁽³⁾	4,87	33,63	69,91	27,72	95,08	14,90
2002	3,73	29,88	80,60	28,86	96,69	13,69

Fonte: Boletim do Banco Central 1999; ANDIMA - Retrospectiva 2000-2001; Relatório Dívida Pública-STN-2002.

(1) IGP-M, IGP-DI, IPCA

(2) TJLP, TBF

(3) Dados referente ao mês de janeiro não foram disponibilizados.

A média foi calculada com base nos dados relativos aos meses de fevereiro a dezembro.

Elaboração do autor

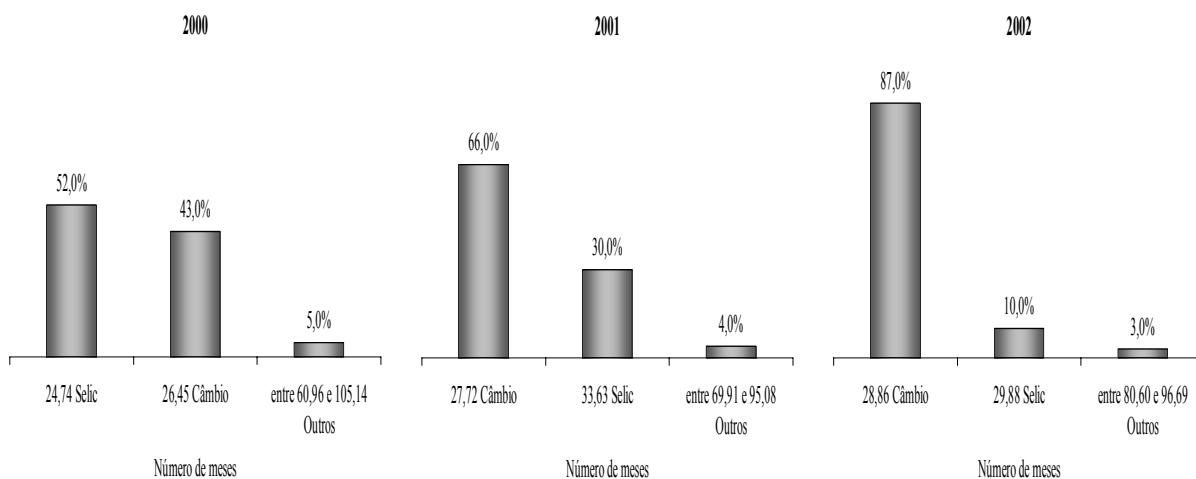
Para a amostra desta pesquisa, caracterizada no capítulo 3, composta por 10 bancos (dois estatais e oito privados), também foi possível notar que, no período 2000-2002¹⁴, os títulos estão concentrados em um prazo relativamente curto (Gráficos 3, 4 e 5)¹⁵, pois o percentual de títulos com maturação acima de 60 meses, exceto nos bancos estatais em 2001, sempre esteve abaixo de 10% do total da carteira. A maior parte dos títulos públicos que esses bancos carregavam em carteira tinham seus prazos de vencimento abaixo de 33 meses,

¹⁴ Este estudo se refere a todo o período do governo FHC, entretanto para algumas variáveis abordadas ao longo do texto, como é o caso do prazo de maturação dos títulos públicos, não foi possível a obtenção dos dados para todo o período focalizado.

¹⁵ Esses gráficos foram gerados a partir dos dados sobre o prazo médio da dívida mobiliária federal em poder do público, extraídos do Boletim do Banco Central: Notas econômico-financeiras para a imprensa (2000-2002); ANDIMA – Retrospectiva 2000 e 2001; Relatório Dívida Pública-STN – 2002.

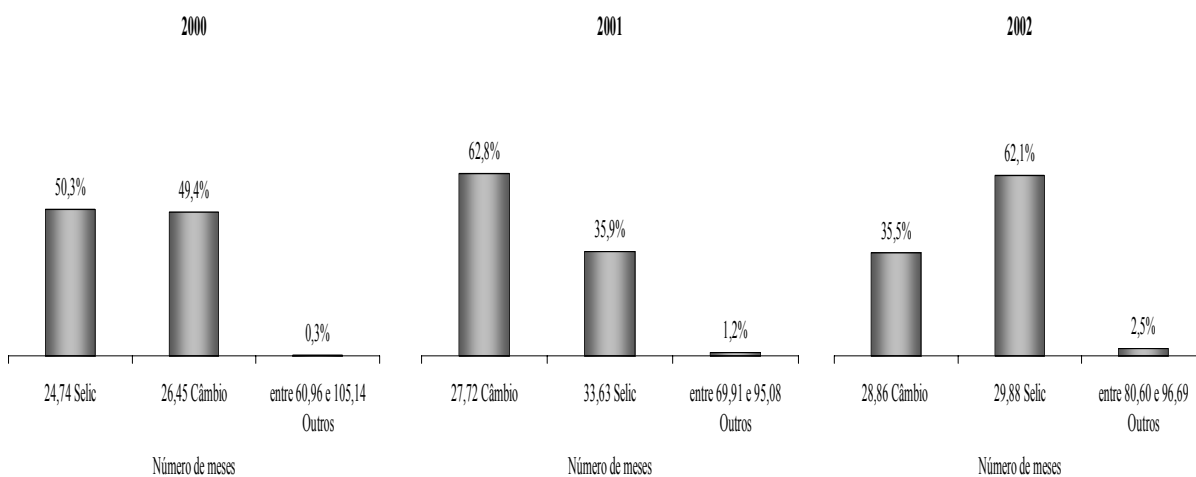
caracterizando aquilo que se pode chamar de indexação perversa da dívida doméstica ao câmbio e à taxa de juros de curto prazo.

Gráfico 3 - ABN Amro, Citibank, HSBC e Santander - Carteira de Títulos Públicos: participação por prazo e indexador (2000-2002)



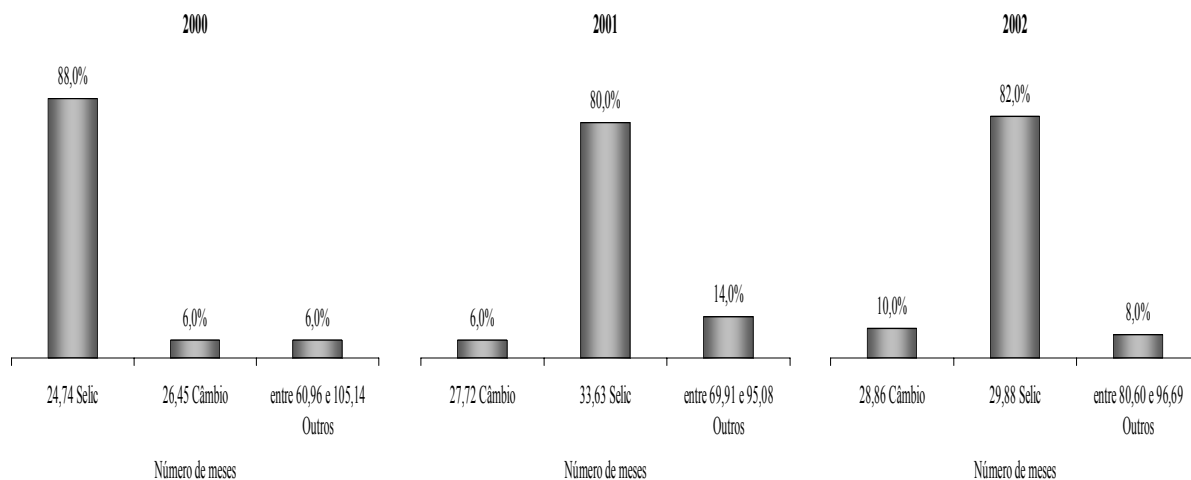
Fonte: Boletim do Banco Central: Notas econômico-financeiras para a imprensa (2000-2002); ANDIMA – Retrospectiva 2000 e 2001; Relatório Dívida Pública-STN – 2002.
Elaboração do autor

Gráfico 4 - Bradesco, Itaú e Safra – Carteira de Títulos Públicos: participação por prazo e indexador (2000-2002)



Fonte: Boletim do Banco Central: Notas econômico-financeiras para a imprensa (2000-2002); ANDIMA – Retrospectiva 2000 e 2001; Relatório Dívida Pública-STN – 2002.
Elaboração do autor

Gráfico 5 – Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal – Carteira de Títulos Públicos: participação por prazo e indexador (2000-2002)



Fonte: Boletim do Banco Central: Notas econômico-financeiras para a imprensa (2000-2002); ANDIMA – Retrospectiva 2000 e 2001; Relatório Dívida Pública-STN – 2002.

Elaboração do autor

Retornando à questão da concentração da propriedade da dívida pública, de acordo com alguns autores, verifica-se que essa massa de ativos possibilita que os principais credores do Estado usem o poder econômico e político, reforçados pela propriedade dos títulos públicos, para pressionar o governo no sentido de manter a taxa de juros em patamares elevados. De acordo com Mercadante (2001), Tavares e Melin (1998), Passarinho (2001), Sampaio Jr. (2000), e Batista Jr. (2001), isso acontece porque os bancos são os maiores detentores de títulos da dívida pública, ou conforme Gonçalves e Pomar (2002), são os “senhores da dívida”. Os dados apresentados por esses autores mostram que, no período de 1994-1999, houve um aumento extraordinário do estoque de títulos públicos nas carteiras dos grandes bancos, ou seja:

de 1994 a 1998, tal rubrica saltou de 4,9% para 24% no caso dos bancos públicos, e de 8,6% para 26,5% no que se refere aos bancos privados nacionais, que em 1999 chegaram a ter 31,8% de suas receitas oriundas de aplicações em títulos e valores mobiliários. (2002, p. 36).

Esses autores mostram ainda que, em 1999, 37,7% do total de títulos públicos em poder do público estavam nas carteiras dos grandes bancos. Já em dezembro de 2000, os títulos públicos representaram 38,2% do valor total da carteira de títulos do setor bancário. Essa participação é particularmente mais elevada nos bancos públicos e nos bancos

estrangeiros, sendo que estes apresentam preferência revelada por títulos públicos com correção cambial. É por isso que em 2000, do total aplicado pelo setor bancário em papéis cambiais, 54% foram para as carteiras dos bancos estrangeiros, o que fez com que a participação da receita proveniente dessas aplicações no total das receitas desses bancos subisse de 4,2%, em 1994 para 48,9%, em 2000. Um paralelo com a mesma receita no caso dos bancos nacionais, mostra uma participação de 25% para o mesmo período.

Ainda sobre a propriedade dos títulos da dívida pública, uma investigação recente (NOGUEIRA DA COSTA, 2001) indicou diversas pistas para descobrir quais os atores sociais que possuem esses títulos. A primeira pista, extraída dos balanços dos bancos, indica que estes detinham R\$ 277 bilhões em carteira própria de títulos e valores mobiliários em junho de 2001. A segunda, possível de ser detectada a partir das chamadas “finanças fora de balanço”, mostra que, em setembro de 2001, R\$ 292 bilhões, dos R\$ 370 bilhões que os bancos administravam de recursos de terceiros, estavam aplicados em títulos da dívida pública. A terceira está relacionada com a atuação dos fundos de pensão. Neste caso, pelos dados disponíveis, os fundos de pensão aplicavam R\$ 9 bilhões diretamente em títulos públicos e R\$ 59 bilhões através de fundos de renda fixa. A última pista está relacionada com o ranking da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) para a administração de recursos de terceiros. Nesta lista os 10 maiores administradores¹⁶ detinham 75,5% do total de ativos.

De acordo com os dados apresentados nos balanços patrimoniais dos 10 maiores bancos que operam no país¹⁷, há uma concentração das aplicações dos recursos dessas instituições (recursos próprios e recursos de terceiros) em títulos públicos federais. Além disso, conforme pode ser observado na Tabela 5, esses recursos também estão concentrados nos títulos que oferecem correção pós-fixada (Selic e câmbio) e correspondem a mais de 30% do total de títulos públicos em poder do público.

Esses dados também são apresentados por estudos realizados pela ANDIMA, a qual passou a publicar a partir de 2000, em seu periódico denominado “Retrospectiva”, os detentores dos títulos federais em poder do público. Embora os dados tenham sido publicados de maneira consolidada, os bancos são apontados como os principais detentores dos títulos públicos, em razão do montante de recursos financeiros que aplicam em títulos da dívida

¹⁶ Banco do Brasil (R\$60 bilhões), Itaú (R\$ 45 bilhões + R\$ 5 bilhões resultante da aquisição do Lloyds), Bradesco (R\$ 48 bilhões), Caixa, HSBC, Citibank (R\$ 20 bilhões em cada instituição), Santander, Boston, ABN Amro e Unibanco (R\$ 16 bilhões em cada instituição).

¹⁷ Ranking do Jornal Valor Financeiro por ativo total, excluindo a Nossa Caixa que não disponibilizou os dados.

pública (recursos próprios e de terceiros). Mas esses bancos não podem ser entendidos como empresas isoladamente; na verdade, tratam-se de grupos, os quais serão considerados levando em conta o conceito de grupos financeiros, que podem ser caracterizados como grupos econômicos que incluem instituições financeiras, são interligados e desenvolvem suas atividades em diferentes setores. Essas empresas podem compreender uma ou mais instituições financeiras e geralmente aparecem no ranking dos maiores grupos nacionais e estrangeiros.

Outro aspecto relevante do financiamento da dívida pública é participação dos grandes grupos econômicos e dos bancos estrangeiros. Por grupos econômicos entende-se:

o conjunto de empresas que, ainda quando juridicamente independentes entre si, estão interligadas, seja, por relações contratuais, seja pelo capital, e cuja propriedade (de ativos específicos e, principalmente, do capital) pertence a indivíduos ou instituições que exercem o controle efetivo sobre este conjunto de empresas. (GONÇALVES, 1991, p. 494).

Não se sabe exatamente o montante de recursos que os grupos econômicos destinaram para a aplicação em títulos públicos, mas presume-se que seja a maior parte das carteiras dos fundos de investimentos financeiros administradas pelos bancos com essa finalidade. Essa interpretação guarda uma coerência com as informações amplamente divulgadas pela imprensa de que, durante grande parte das décadas de 1980 e 1990, os lucros desses grupos se originaram de receitas não-operacionais. Também está de acordo com a literatura que interpreta a crise do capitalismo contemporâneo, a qual destaca uma queda contínua dos investimentos privados no setor produtivo. Nesse sentido, é possível sugerir que os grupos econômicos também se beneficiaram da hipertrofia das finanças, da qual extraíram a parcela preponderante de seus lucros nas últimas décadas. Os grupos econômicos são sócios daquilo que Chesnais chamou de “Regime de acumulação com dominância financeira” (2003, p. 46-49).

Quanto aos bancos estrangeiros, estes, ao mesmo tempo em que aumentaram significativamente o controle sobre os ativos financeiros, passando de “9,64% em 1989, para 33,1% em dezembro de 2000” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2000 *apud* MINELLA, 2003, p. 251), também aparecem como credores da dívida externa, o que lhes possibilita ganhar tanto com a elevação da taxa de juros interna quanto pela desvalorização cambial.

Como pode ser visto na Tabela 5, em dezembro de 2002 existiam R\$ 623,2 bilhões em títulos públicos em circulação. Deste montante R\$ 216,06 bilhões estavam nas carteiras dos bancos e R\$ 200,11 bilhões concentrados nos fundos de investimento financeiros (FIFs), os quais são administrados pelos bancos. Isto significa que 67% do total dos títulos públicos em circulação estavam sob o controle direto ou sob o raio de influência dos bancos, gerando lucros extraordinários (Cf Folha de São Paulo, 31/01/2003). A magnitude desse mercado se reflete no lucro dos bancos. Um estudo da Austin Asis¹⁸ (Cf. Folha de São Paulo, 16/02/2003) mostrou que 38,7% da receita dos bancos em 2002 foi resultado direto de aplicações em títulos e valores mobiliários, os quais são corrigidos pela taxa básica de juros (Selic) e pelo câmbio. As operações com títulos públicos se tornaram um ótimo negócio para os bancos e grupos econômicos e um grande problema para o Estado, pois no período 1999-2002 o montante dos gastos com juros se tornou equivalente ao orçamento brasileiro.

Tabela 5 – ABN Amro, Banco do Brasil, Bradesco, Caixa, Citibank, HSBC, Itaú, Safra, Santander, Unibanco⁽¹⁾ – Carteira de Títulos Públicos Federais⁽²⁾

	(R\$ milhões)				
	1998 ⁽³⁾	1999 ⁽⁴⁾	2000	2001	2002
Total da DPMFi em poder do público	323.860	414.901	516.114	614.982	623.191
Total (10 instituições selecionadas)	63.571⁽⁵⁾	86.464⁽⁵⁾	147.196⁽⁶⁾	220.002⁽⁶⁾	214.787
NBC	2.926	10.231	28.838	40.830	29.173
LFT	28.408	37.482	68.047	103.395	124.804
LTN	5.026	1.417	19.451	15.279	10.238
NTN	3.187	11.912	17.256	35.140	39.831
Outros títulos públicos federais	8.619	2.098	5.026	16.010	9.000
Participação no total da DPMFi em poder do público	20%	21%	29%	36%	34%

Fonte: Balanços Patrimoniais - 1998-2002.

⁽¹⁾ Ranking Valor Financeiro: Bancos Comerciais e Múltiplos - por Ativo total.

⁽²⁾ Títulos da Dívida Interna.

⁽³⁾ Informações não disponíveis para os bancos ABN e Safra.

⁽⁴⁾ Informações não disponíveis para o banco ABN.

⁽⁵⁾ Não inclui o Bradesco e o Unibanco.

⁽⁶⁾ Não inclui o Unibanco

Elaboração do autor

¹⁸ A Austin Asis é a principal empresa de avaliação de crédito e risco de instituições financeiras, empresas e seguradoras da América Latina. Fundada em 1986, a Austin foi pioneira em classificação de risco de crédito - "rating" - de bancos e empresas no Brasil (www.austinet.com.br).

Desta forma, a concentração dos títulos da dívida pública em poucas instituições (o “negócio da dívida” é dominado pelos grandes bancos que operam no país) pode implicar na possibilidade de essas instituições influenciarem na política monetária para que as taxas de juros se mantenham em patamares elevados, uma vez que a maior parte da dívida (61% em 2002) estava indexada à taxa básica de juros. Uma discussão mais detalhada sobre esse tema pode ser vista no capítulo 3.

Sabe-se que os motivos que levaram o governo a tomar tal decisão, têm a ver com a manutenção da estabilidade econômica, controle da inflação e a necessidade de recuperar o crédito externo. Isso mostra uma certa assimilação da noção simplista de que a dívida corresponde a um valor que o governo tomou emprestado daqueles que dispunham de excedentes financeiros e, portanto, deve devolver no prazo previamente estabelecido, ou seja, o contrato deverá ser honrado. É em nome desse “consenso” que, a despeito da deterioração dos indicadores sociais, todo o esforço fiscal do governo tem sido canalizado para pagar rendas financeiras.

Por outro lado, entre esses motivos, parece que o poder de pressão dos bancos e dos fundos de investimentos serve para aumentar os juros como uma forma de compensar o risco dos seus investimentos, já que o nível de risco-país¹⁹ no qual os investidores se baseiam para realizar os seus negócios, na época apresentava uma tendência ascendente e se mostrava muito sensível às especulações dos agentes que atuam no mercado. Essa situação deixa o governo em situação de elevada fragilidade, pois este depende das instituições financeiras para refinarçar a dívida pública. Então, os recursos financeiros do setor privado que, ao mesmo tempo, resolvem o problema de caixa do governo, também podem estar servindo para reforçar o poder de seus detentores, que além de aumentarem o tamanho do patrimônio, se vêem na condição de impor juros e prazos para emprestar ao Estado. Esse aspecto revela o exercício da hegemonia financeira pelos bancos, cujo conceito será discutido no próximo capítulo.

¹⁹ Através desse indicador pode-se saber o grau de desconfiança dos investidores em relação à economia.

3. OS DONOS DA DÍVIDA

É certo que houve um crescimento extraordinário da dívida pública. Quanto a isso não resta a menor dúvida. O problema que se coloca aqui tem a ver com a estrutura dessa dívida, principalmente naquilo que está relacionado com a propriedade dos títulos do governo. No campo da economia é comum a publicação de estudos sobre esse tema, mas a maioria trabalha com agregados macroeconômicos, dificultando a percepção do peso e a influência de cada ator envolvido no mercado de títulos públicos.

Por outro lado, o debate em torno do sistema financeiro e a sua relação com a dívida pública na sociologia é recente, porque até o final dos anos 60 do século anterior se produziu muito pouco na área da sociologia econômica. Na década de 1930, esse tema seduziu um número reduzido de sociólogos europeus, e na década de 1950, somente alguns sociólogos norte-americanos se interessaram pelo estudo sociológico da economia. Segundo Swedberg (1989, p. 165), a ausência de estudos nessa área pode ser explicada em parte pelo fato de que, naquele período, os bancos não eram considerados poderosos e ameaçadores como nas décadas posteriores, pois as grandes empresas norte-americanas podiam financiar a sua expansão com os próprios lucros e, portanto, não precisavam recorrer ao crédito bancário.

É a partir dos anos 70 do século XX que os estudos sobre o dinheiro, bancos e as finanças públicas se multiplicam no campo da sociologia, principalmente através das pesquisas dos sociólogos contemporâneos. Para um dos objetivos desta pesquisa, a qual busca analisar a dívida pública a partir de uma perspectiva estrutural, o trabalho de Baker – *What is money?*, publicado em 1987, fornece subsídios analíticos importantes, pois investiga a estrutura de um mercado identificando cada ator individualmente na sua relação com esse mercado.

Em um estudo, no qual se buscava o “conceito de dinheiro”, este autor levantou a hipótese de que a economia pode ser vista como uma estrutura social composta de um conjunto de atores sociais com diversos níveis de poder. Nessa economia, o mercado financeiro poderia ser entendido como uma estrutura social definida entre instituições financeiras não-governamentais, profissionais da área de finanças e outras organizações financeiras.

Com base nessa perspectiva, o autor mencionado levanta a hipótese que o mercado financeiro seria constituído por um centro e por uma periferia. O centro seria composto predominantemente pelo mercado de títulos e seria dominado pelos principais atores comerciais do sistema (bancos, companhias de investimento, investidores institucionais e semelhantes), porém, isso não significa que esses atores somente ocupem posições no centro, pois pesquisas no campo da sociologia sugerem que eles ocupam diferentes posições na economia. (BAKER, 1987, p.127). Note-se que o mercado de títulos pode compreender o centro porque esses ativos sempre apresentaram uma ligação mais íntima com o capital americano do que as moedas correntes analisadas na pesquisa, as quais são constituídas de moedas estrangeiras. A periferia, por sua vez, seria composta pelo mercado de moedas estrangeiras e seria ocupada por amadores e atores não comerciais, representados por: estudantes, balconistas, aposentados, militares, civis e semelhantes (BAKER, op. cit., p. 118).

Para testar essas hipóteses o autor utilizou o “mercado futuro” dos Estados Unidos, para o qual construiu uma matriz com 34 atores financeiros (bancos comerciais, bancos de investimento e diversos tipos de investidores individuais), nove mercados (bilhetes do Tesouro dos EUA, bonds dos EUA, *commercial paper* e várias moedas estrangeiras), e quatro tipos de participação baseados em especulação *versus* proteção, posição vendida (*short position*) *versus* posição comprada (*long position*).

Sobre os conceitos de “mercado futuro”, “posição vendida”, “posição comprada”, “especulação” e “proteção” vale mencionar: 1) no mercado futuro um ator adquire ações através de um contrato futuro (posição comprada), assumindo a obrigação de aceitar a entrega de *commodities* em uma data futura, por outro lado, se um ator vender ações através de um contrato futuro (posição vendida), ele assume a obrigação de entregar uma certa quantidade de *commodities* no futuro; 2) posição vendida envolve a venda de uma *commodity*. Assim, por exemplo, se um investidor pensa que o preço das ações de determinada empresa pode cair, ele as venderá antes que o preço caia; 3) posição comprada envolve a compra de uma *commodity*. Neste caso, se um investidor pensa que o preço das ações de uma empresa poderá subir, ele poderá comprar essas ações para vendê-las mais tarde a um preço maior; 4) especulação envolve a receita de uma posição no mercado, derivada de um benefício de alteração do preço. Por exemplo, se um especulador pensa que o preço pode aumentar no futuro, ele pode comprar uma *commodity* agora esperando poder vendê-la por outro preço mais elevado em algum momento no futuro (BAKER, op. cit., p.137); 5) proteção é o oposto da especulação,

pois é o processo de uso do mercado futuro para afastar o risco desfavorável do movimento de preços. Neste caso, uma empresa que gerencia um *portfólio* com determinado número de títulos públicos e que tenha a intenção de protegê-lo contra a queda dos preços desses títulos, poderá vender “futuros” lastreados nos títulos de que dispõe em carteira. Essa decisão protegerá os seus ativos da queda de preço, pois mesmo que ocorra uma depreciação no futuro, a empresa entregará os títulos na data prevista ao preço acertado no ato da venda (*idem*).

Ao contrário da teoria econômica que trabalha com agregados macroeconômicos, o trabalho desse autor privilegiou a desagregação através da análise baseada em *portfólios* mantidos por grupos específicos de atores. Nesse estudo, foi constatado que os diversos instrumentos financeiros negociados no mercado apresentam diversos graus de equivalência com a moeda corrente norte-americana. Em ordem decrescente, o grau de substitubilidade ou de liquidez, pode ser representado pela seguinte distribuição dos ativos: dólar canadense, letras do tesouro americano, letras hipotecárias, *bonds* norte-americanos, *commercial paper*, franco suíço, marco alemão, libra esterlina e yen japonês. Então, medindo em que grau um conjunto selecionado de ativos financeiros substituem a moeda corrente como meio de pagamento, foi possível perceber a qualidade de dinheiro desses ativos. Vale dizer, são as características que esses ativos apresentam que os elevam quase à mesma condição da moeda corrente, isto é, são quase moedas.

O dólar canadense aparece, junto com as letras do tesouro americano, como o substituto mais próximo do dólar norte-americano, porque no período 1970-1977 as taxas de câmbio da libra esterlina, franco suíço, yen japonês e do marco alemão para o dólar americano flutuaram drasticamente, enquanto a taxa de câmbio do dólar canadense para o dólar americano mostrou uma variação menor (BAKER, *op. cit.*, p. 130). Por outro lado, convém mencionar que as letras do Tesouro dos EUA são enquadradas como moeda corrente, porque, em comparação com outros títulos de renda fixa, elas estão muito próximas do dólar, pois apresentam alta liquidez e são títulos de curto prazo com baixo risco de mercado e nenhum risco de crédito (BAKER, 1987, p. 128).

O cruzamento dos dados permitiu a Baker (1987) identificar o que ele denominou de supermercados e atores centrais, semiperiféricos e periféricos. O termo “supermercado” é usado pelo autor para mostrar que cada uma dessas agregações é mais do que um simples

mercado, elas expressam o conjunto de ativos usados similarmente por esses atores. Além disso, dentro do mesmo mercado esses ativos são altamente correlacionados um com o outro, o que supõe que ativos de mercados diferentes, como, por exemplo, mercados de títulos e de moedas estrangeiras, não devam ter uma correlação elevada (idem).

Do mercado analisado, destacamos duas dimensões em especial. Em primeiro lugar, os tipos de ativos dentro dos “supermercados”, nos quais foi observada a seguinte classificação: 1) central: supermercado constituído por dólares canadenses e letras do Tesouro dos EUA; 2) semiperiférico: supermercado constituído por títulos de renda fixa, exceto letras do Tesouro dos EUA; 3) periférico: supermercado constituído por moedas estrangeiras, exceto dólar canadense. Em segundo lugar, foram observados os tipos de atores, classificados da seguinte forma: 1) centrais: instituições não bancárias e outros atores comerciais profissionais; 2) semiperiféricos: composto pelos bancos; 3) periféricos: formados pelo grande grupo de amadores/não-profissionais.

De acordo com os dados apresentados e a despeito das hipóteses iniciais do autor, os atores que dominavam o sistema eram os atores comerciais/profissionais não bancários. Eles carregavam mais títulos do que qualquer outra subpopulação de atores, além de formarem o único grupo que carregava títulos no centro do supermercado em qualquer tipo de participação (especulação, proteção, posição vendida posição comprada), dominando também o supermercado da simiperiferia (BAKER, op. cit., p. 131-132). Observe-se que a centralidade dos atores estava relacionada à quantidade de ativos com maior grau de equivalência com a moeda corrente que carregavam em carteira em cada supermercado, o que, por sua vez, pressupõe a concentração de uma grande quantidade de capital. Assim, a movimentação de um volume muito grande desses ativos pode ter importantes implicações para a política monetária, principalmente no que se refere ao controle da base monetária. Além disso, cria-se uma situação na qual os demais atores, inclusive o Estado, quando necessitarem de recursos financeiros, terão que recorrer àqueles que concentram o capital de empréstimo e, dependendo do grau de necessidade, é provável que tenham que se submeter a certas condições caso queiram lograr êxito na obtenção de financiamento.

Essa breve revisão do trabalho desse autor apresenta uma via orientadora para o estudo da dívida interna brasileira, pois o foco desta pesquisa também está baseado na propriedade dos ativos financeiros. É certo que não se pode transportar mecanicamente aquele modelo de

análise para o caso brasileiro, pois se trata de mercados diferentes. No entanto, a adaptação de algumas variáveis daquele estudo podem servir ao propósito de analisar a dívida pública de uma forma desagregada, o que poderá contribuir para desmistificar um processo de financiamento público, que sempre foi mostrado de forma agregada e, portanto, sem qualquer informação mais detalhada sobre a relação dos atores sociais com o Estado para o qual financiam a dívida.

Para verificar em que tipo de título público estavam concentradas parte das aplicações dos recursos administrados pelos bancos que operam no Brasil (recursos próprios e de terceiros), consideramos como referência os dez bancos com maiores ativos totais no exercício fiscal de 2002, entre os bancos comerciais e múltiplos, conforme classificação feita pelo jornal Valor Financeiro. Esse critério foi adotado em razão de se supor que aqueles bancos com maiores ativos seriam os que poderiam absorver uma maior quantidade de títulos públicos. Para afastar o risco de produzir alguma distorção nos resultados, buscou-se os dados do Banco Central concernentes à posição desses bancos em relação às aplicações em títulos e valores mobiliários – TVM (nos quais estão inseridos os títulos públicos), pois também poderia se supor que os bancos com os maiores ativos poderiam não ter as maiores carteiras de TVM, já que possivelmente destinariam grande parte desses recursos para as operações de crédito. Dessas informações, pode-se depreender que, mesmo tendo surgido alguns bancos com um volume razoável de TVM em carteira, isso não implicou em alteração da posição baseada no ativo total. Além disso, ao contrário da classificação por ativo total, a qual perdura por diversos anos no ranking dos jornais Valor Financeiro, Gazeta Mercantil e Exame Maiores e Melhores, esses bancos tiveram uma carteira de TVM com certo destaque em apenas um ou dois anos em um período de dez anos.

A partir dos dados oficiais, fornecidos pelo Banco Central do Brasil e das informações constantes dos balanços patrimoniais de cada um desses bancos, verificou-se que os recursos estavam aplicados de maneira concentrada em quatro principais tipos de ativos, os quais apresentam características da moeda corrente brasileira – o real. Esses ativos, representados pelas NBC's, LFT's, LTN's, NTN's, podem ser avaliados como substitutos do real pelos seus prazos de vencimento e pelo indexador que lhes garante a manutenção do valor real. Uma pequena parcela dos recursos dessas instituições financeiras, imobilizada em títulos públicos, apresentou como lastro “outros títulos públicos federais”, os quais são formados por uma miríade de títulos públicos federais e dívidas federais securitizadas, das quais, no período

estudado, o FCVS²⁰ é uma das maiores, sendo responsável por 67% do total da carteira de títulos públicos federais da Caixa Econômica Federal em 1998.

Se, no estudo de Baker, os principais parâmetros de orientação no mercado futuro dos Estados Unidos eram posição vendida vs posição comprada e especulação vs proteção, no Brasil, por outro lado, são a proteção e a liquidez que hegemonomizam o mercado de títulos públicos. Isso não quer dizer que os bancos não desenvolvam práticas especulativas, pois a especulação é a pedra de toque, por exemplo, do mercado de derivativos. Contudo, em se tratando de títulos públicos, o elemento central é a segurança das aplicações. Ressalte-se que, quando se fala em proteção, estão sendo destacadas a manutenção do valor real dos ativos, bem como a certeza de que poderão ser resgatados no seu vencimento através da conversão em moeda corrente ou da renovação dos contratos. Em outras palavras, a segurança nesse mercado está diretamente relacionada à confiança de que o governo honrará a sua dívida.

De um outro ângulo, é possível levantar a hipótese de que os títulos públicos corrigidos pela taxa básica de juros (Selic), fixada pelo COPOM, poderiam ser enquadrados em um critério no qual o risco de uma grande queda da taxa de juros fosse um fator central. Essa situação certamente traria grandes perdas patrimoniais para aquelas instituições que tivessem concentrado as suas aplicações em títulos corrigidos por esse indexador. No entanto, parece que a dependência do Estado pelos recursos dos bancos para refinarçar a sua dívida, a ocupação de cargos estratégicos em órgãos públicos responsáveis pela definição da política monetária por pessoas ligadas ao sistema financeiro e os *lobbies* das entidades representativas dos banqueiros, afastam esse risco do horizonte das operações com esses papéis, o que, por sua vez, torna os negócios com títulos públicos indexados à Selic, tão seguros em relação à proteção da riqueza financeira quanto aqueles indexados ao câmbio.

Nesse sentido, a existência de risco que possam levar a uma desvalorização da riqueza, somente poderia derivar daquela parcela dos títulos públicos contratadas com juros prefixados

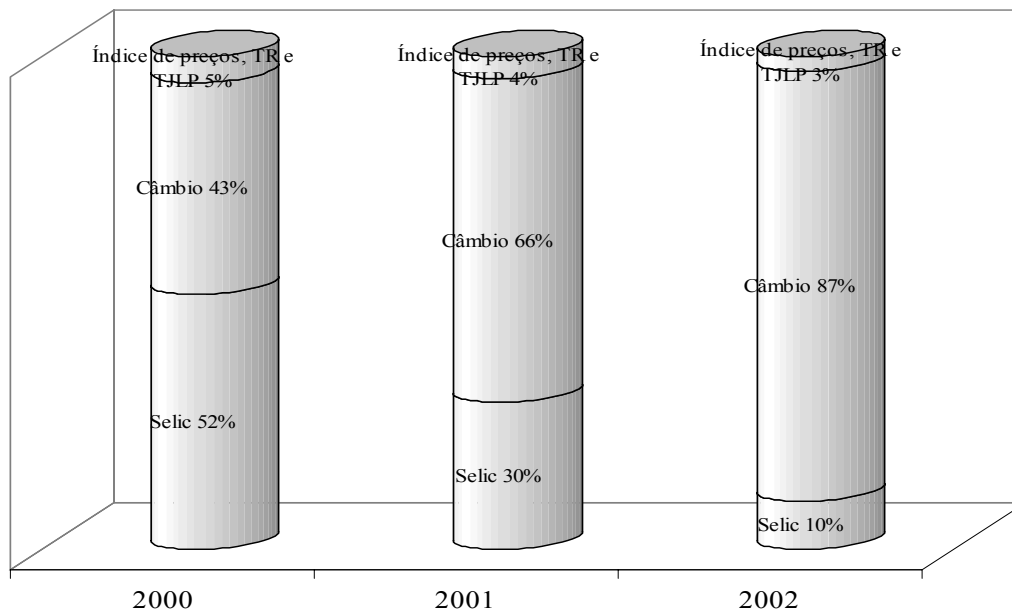
²⁰ FCVS (Fundo de Compensação de Variações Salariais), foi criado por intermédio da Resolução nº 25, de 16.6.67, do Conselho de Administração do extinto Banco Nacional da Habitação. O objetivo desse fundo era: a) garantir, a quitação, junto aos agentes financeiros dos saldos devedores remanescentes de contrato de financiamento habitacional, firmado com mutuários finais do Sistema Financeiro da Habitação - SFH, em relação aos quais tenha havido, quando devida, contribuição ao FCVS (DL nº 2.406, de 5.1.88); b) garantir o equilíbrio do Seguro Habitacional do SFH, permanentemente e em nível nacional (Lei nº 7.682, de 2.12.88); e c) liquidar as obrigações remanescentes do extinto Seguro de Crédito do SFH (Lei nº 10150, de 21.12.2000).

e/ou indexados a um índice de preços. No primeiro caso, as perdas poderiam derivar de um aumento das taxas de juros em patamares bem superiores àquelas contratadas na compra dos papéis. Se os bancos tivessem comprado uma grande quantidade de papéis do governo com taxas de juros prefixadas, certamente teriam tido grandes perdas, já que essas taxas sofreram aumentos significativos nas últimas décadas. No caso do índice de preços, deve-se considerar que a sua variação depende uma complexa rede de decisões que estão fora do alcance da política monetária, na qual os bancos poderiam ter alguma influência através de seus representantes em cargos públicos que tenham poder de decisão nessa área.

Nos Gráficos 6, 7 e 8, elaborados a partir de informações do Banco Central (notas econômico-financeiras para a imprensa) e dos balanços patrimoniais dos bancos, podemos observar que a composição das carteiras de títulos públicos federais dos bancos privados estrangeiros, dos bancos privados nacionais e dos bancos estatais tiveram a sua formação orientadas, principalmente, pela proteção dos ativos, já que os indexadores que corrigem os títulos públicos em carteira são preponderantemente câmbio e taxa de básica juros pós-fixada (Selic).

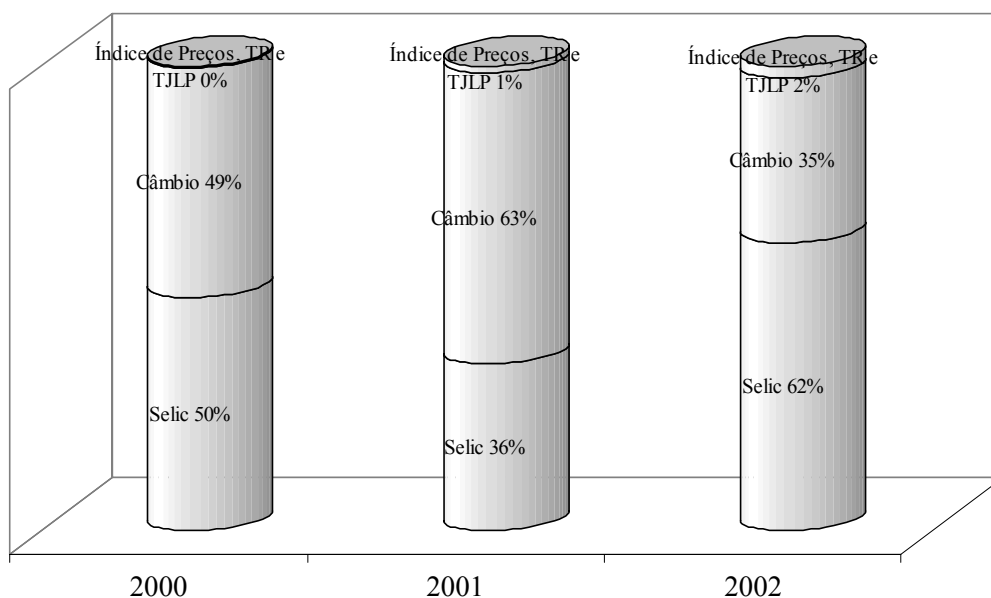
No triênio 2000-2002, os negócios dos bancos privados estrangeiros com títulos públicos federais do Brasil foram lastreados majoritariamente na moeda corrente norte-americana. Os percentuais de indexação ao principal ativo financeiro internacional de 43% em 2000, 66% em 2001 e 87% em 2002, não deixam dúvidas de que esses bancos direcionaram a aplicação dos seus ativos para operações que garantissem o seu valor real, ou seja, a proteção da riqueza foi o principal fator levado em consideração nessas operações.

Gráfico 6 – Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais por Indexador (ABN Amro, HSBC e Santander)²¹ – 2000/2002



Fonte: Boletim do Banco Central: Notas econômico-financeiras para a imprensa e Balanços Patrimoniais dos bancos
Elaboração do autor

Gráfico 7 – Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais por Indexador (Bradesco, Itaú e Safra)²² – 2000-2002.

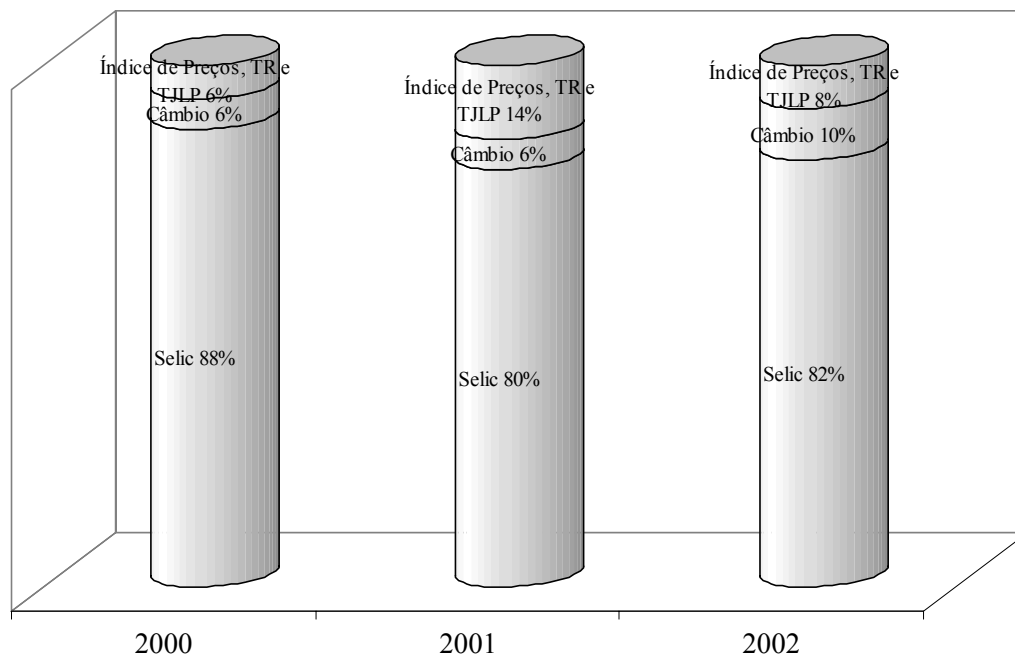


Fonte: Boletim do Banco Central: Notas econômico-financeiras para a imprensa e Balanços Patrimoniais dos bancos
Elaboração do autor

²¹ O Citibank, cujos dados compõem a amostra deste estudo, foi excluído deste cálculo porque não disponibilizou informações detalhadas por título para esta série.

²² O Unibanco foi excluído porque não disponibilizou informações detalhadas por título para esta série.

Gráfico 8 – Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais por Indexador (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) – 2000/2002



Fonte: Boletim do Banco Central: Notas econômico-financeiras para a imprensa e Balanços Patrimoniais dos bancos
Elaboração do autor

No caso dos bancos privados nacionais, durante esse mesmo período, os fatores de correção da suas carteiras de títulos públicos federais também focalizaram a proteção da riqueza como um objetivo central. O fato de parte significativa dos seus ativos serem corrigidos pela Selic não afasta a busca pela segurança para a aplicação dos seus recursos financeiros. Aliás, por terem um melhor relacionamento com a burocracia estatal, o que em muitos casos se dá através da ocupação de cargos estratégicos por seus representantes, esses bancos podem perceber, com uma maior nitidez do que os bancos privados estrangeiros, os rumos da política econômica ou até mesmo influenciá-la. Essa é uma das possíveis deduções da nomeação de representantes dos bancos para cargos na diretoria do Banco Central e de diversas reportagens mencionando encontros do presidente da república com grandes banqueiros nacionais ao longo dos últimos anos, os quais eram feitos para ouvir aconselhamentos desses importantes atores em momentos de crise, bem como para obter o aval para as decisões de governo em sua política econômica.

Esse tipo de articulação política pode estabelecer certas parcerias que permita, ao mesmo tempo, o refinanciamento da dívida pública e a manutenção de um mercado seguro

para a valorização do capital dos grandes bancos. Provavelmente é por isso que, por exemplo, em 2002, enquanto os bancos privados estrangeiros tinham 87% da sua carteira de títulos públicos federais indexados ao dólar e somente 10% indexados a Selic, os bancos privados nacionais tinham 35% dessa mesma carteira corrigida pelo câmbio e 62% pela Selic.

Já no caso dos bancos estatais observa-se uma preponderância da taxa básica de juros como fator de correção da carteira de títulos públicos. Parece que houve uma vinculação entre a composição da carteira de ativos e a política monetária implementada ao longo dos dois mandatos do Governo FHC. Se não, como justificar que uma média de 80% desses ativos tenham sido corrigidos pela Selic ao mesmo tempo em que os outros atores do sistema financeiros tiveram um comportamento diferenciado, ou seja, que os bancos privados estrangeiros adotaram o câmbio como principal indexador e os bancos privados nacionais, no máximo, chegaram a equilibrar esses fatores de correção?

Por outro lado, também deve ser considerado que a oferta de títulos públicos indexados ao câmbio, como já mencionado anteriormente no capítulo 2, parece estar relacionada com a necessidade do governo em refinarçar a sua dívida em um ambiente marcado por turbulência no sistema financeiro internacional. Para proteger os seus ativos de possíveis crises financeiras nos países para os quais direcionam os seus investimentos, os bancos privados preferem que os títulos públicos sejam indexados ao câmbio. Nesse sentido, a urgência do governo em rolar a sua dívida, exerce uma certa pressão para que as ofertas públicas de títulos sejam vinculadas à moeda norte-americana.

Quanto à parcela dos títulos públicos com correção pós-fixada, além de uma reação ou busca de proteção às conseqüências dos abalos no sistema financeiro internacional, pode-se pensar em duas justificativas para que, em determinados momentos, sejam fatores importantes de correção desses ativos. Em primeiro lugar, a manutenção da taxa de juros em patamares elevados e um certo conhecimento da política econômica do país podem ter sido decisivos para a tomada de decisão dos bancos privados em aplicar parte dos recursos financeiros em papéis corrigidos pela taxa básica de juros. Em segundo lugar, é possível que os bancos estatais, os quais carregam em carteira títulos públicos federais indexados à Selic, tenham sido forçados pelo governo para constituírem as suas carteiras com essa composição.

Em ambos os casos, seja através dos fatores de correção que, de alguma forma, acabam por conceder proteção aos ativos mobilizados para esse tipo de negócio, seja pela

necessidade de o governo em refinar a sua dívida, ou ainda, pela concentração de grande parte desses ativos em poucas instituições financeiras, não resta dúvida de que surgiram atores sociais com grande poder em razão de terem se tornado a fonte dos recursos necessários para o financiamento da dívida. Nessa perspectiva, é razoável supor que eles possam influenciar as decisões do governo naquilo que valorize os seus ativos financeiros.

Nesta pesquisa, os atores sociais, já caracterizados anteriormente, foram classificados em quatro tipos diferentes, quais sejam: bancos privados nacionais, bancos privados estrangeiros, bancos estatais e o Banco Central, que além de ser um agente regulador, também exerce um papel central em favor da acumulação financeira, o que resulta em um certo aumento do poder dos grandes bancos privados, pois, ao longo da história dessa instituição, esses bancos participaram dos seus espaços de decisão através da ocupação de cargos por seus executivos ou por pessoas ligadas aos seus interesses.

Por outro lado, pode-se estimar um reforço desse poder em razão da formação de uma parceria entre os bancos e o Banco Central na rolagem da dívida pública. Essa parceria se constituiu de maneira mais consistente a partir do período de hiperinflação dos anos 80 do século passado, com a criação de um substituto da moeda interna. Nesse período, os depósitos bancários tinham como contrapartida a emissão de títulos públicos, os quais funcionavam como uma proteção contra a desvalorização da riqueza causada pela inflação. Isso gerou uma forma particular de condução da política monetária, na qual o gerenciamento da dívida está muito entrelaçado com a provisão de liquidez do setor bancário, o que muitas vezes leva o Banco Central a agir como comprador dos títulos públicos para garantir o seu valor real, evitando que o setor bancário perca a atração por esse mercado, o que, em última instância, poderia comprometer o próprio gerenciamento da dívida.

Na verdade, o papel desempenhado pelo Banco Central nessa parceria com o setor bancário se concentra na criação e manutenção de um ambiente macroeconômico que permita, ao mesmo tempo, o gerenciamento da dívida pública e a concessão de renda elevada com baixo risco aos bancos. Nesse processo, os bancos seguram a dívida pública, oferecendo, como contrapartida desses ativos, depósitos sob a sua responsabilidade.

Contudo, se considerarmos que os bancos são altamente influenciados pela volatilidade do preço dos títulos, estes se constituem num grande fator de risco para os seus balanços. Assim, em situações, nas quais o Banco Central atua no sentido de alongar os

prazos dos títulos, os bancos só aceitam essa mudança de perfil se o risco de mercado e da volatilidade da taxa de juros for mitigado. É por isso que, em diversas ocasiões, o Banco Central ficou fora do mercado comprando dívida pública a preço mais alto do que o preço de mercado, pois só assim estaria evitando uma desestabilização no mercado de títulos públicos e uma perturbação da parceria como setor bancário²³.

Além disso, em razão de restrições legais mencionadas a seguir, a intermediação da dívida pelo sistema bancário doméstico gerou uma demanda cativa muito grande. Em primeiro lugar, além da responsabilidade de garantir os depósitos, os bancos são obrigados a depositar parte desses ativos junto ao Banco Central (depósito compulsório), os quais são transformados em títulos públicos e mantidos nessa instituição. De acordo com Bevilaqua e Garcia (2002, p. 93), no início do Plano Real, o estouro de uma bolha de crédito fez com que o Banco Central exigisse reservas até mesmo para as financeiras. Em razão dessas exigências, no início de 1995, 42% da dívida pública federal foi financiada através dos depósitos compulsórios, caracterizando, sem dúvida alguma, um mercado cativo da dívida pública junto ao setor bancário.

Outro fator que estimulou a aplicação de ativos do setor bancário em títulos da dívida pública federal interna está relacionado à existência de restrições legais para aplicações no mercado financeiro internacional. Até o final de 1998, existiam duas opções para que os residentes efetuassem esse tipo de operação, mas que, devido às restrições, acabavam sendo desestimuladas. Em primeiro lugar, era possível transferir recursos para uma conta no exterior e investir esses recursos de lá. Entretanto, essa opção tinha custos de transação e tarifas muito elevados, os quais podiam chegar a 27,5% do total da operação, tornando-a pouco atrativa para pequenos investimentos. A outra opção era uma classe especial de fundos domésticos, os quais deveriam ser “carreados” num mínimo de 60% do *portfólio* para títulos públicos da dívida externa brasileira (BEVILAQUA e GARCIA, op. cit., p. 94).

Mas se para os residentes existiam essas restrições, os bancos dispunham de maiores facilidades, pois podiam investir diretamente no exterior através de suas subsidiárias. No entanto, foram impedidos de trabalhar com grandes somas de recursos financeiros em seus *portfólios*, pois qualquer valor que excedesse a US\$ 15 milhões deveria ser depositado no Banco Central. Então, os bancos e fundos não são completamente livres para movimentar

²³ Para ter uma visão mais aprofundada sobre a parceria do Banco Central com o setor bancário no processo de refinanciamento da dívida pública, ver Bevilaqua e Garcia (2002, p. 85-103).

rapidamente suas posições entre ativos domésticos e externos na busca de melhores oportunidades de lucro (idem). Certamente, essas restrições contribuíram para a criação de um mercado cativo, no qual o governo refinanciava grande parte de sua dívida.

Como já mencionado, os títulos públicos, por seu alto grau de substitubilidade com a moeda corrente brasileira e pela sua capacidade de preservar a riqueza, tornaram-se alvos centrais nos negócios dos grandes bancos, chegando em alguns momentos a ganhar o mesmo espaço, em termos de receita, das operações de crédito, as quais foram historicamente um dos principais focos dos negócios bancários. Isso pode ser visto no Gráfico 9, o qual, apesar de apresentar as receitas com esses papéis consolidadas em “receitas com títulos e valores mobiliários”, dá uma dimensão do peso dos títulos públicos na receita dos bancos, já que a composição desses ativos é formada em grande parte pelos títulos públicos federais.

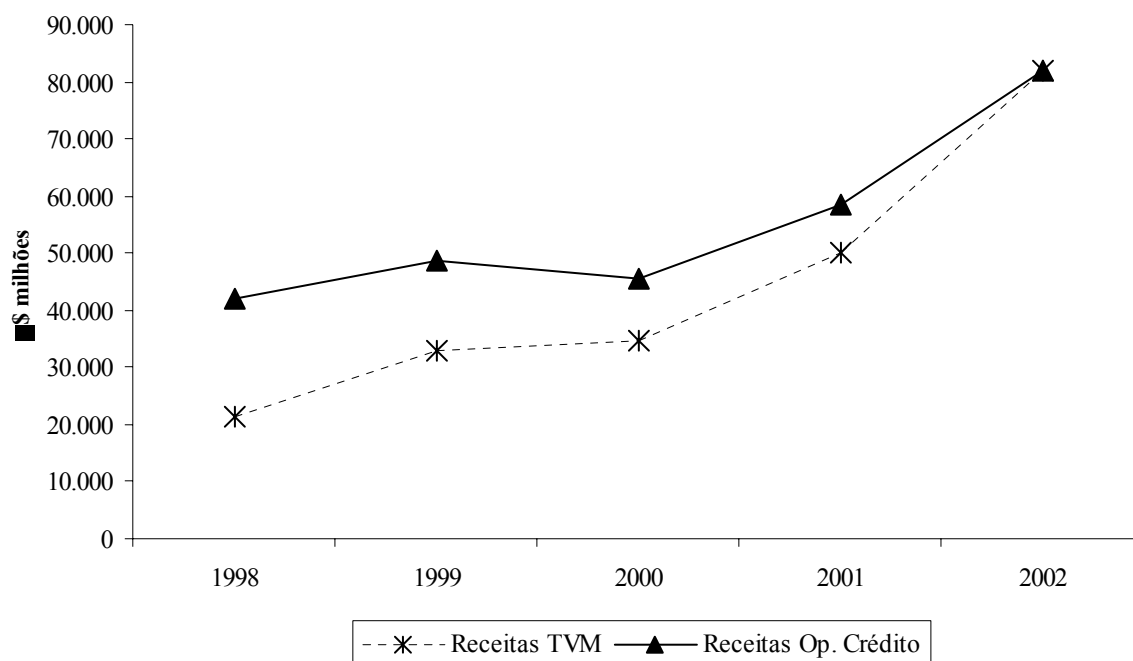
Na apresentação da evolução dos ativos constituídos pelos títulos públicos federais, a exemplo estrutura de análise proposta por Baker (1987), os dados foram desagregados, permitindo verificar, na evolução da carteira de cada banco, em que nível esses ativos poderiam ser considerados como substitutos da moeda corrente. Neste caso, quanto menor o prazo, maior é o grau de substitubilidade, o que, agregado ao atrelamento a um indexador capaz de manter o seu valor real, lhes garante uma condição de superioridade em relação à moeda, pois o Real está sujeito a desvalorizações constantes.

A apresentação e discussão da evolução das carteiras de títulos públicos federais será feita em três blocos de atores: bancos privados nacionais, bancos privados estrangeiros e bancos estatais. Ressalte-se que esse conjunto de atores, para a amostra desta pesquisa, é constituído pelos dez maiores bancos que operam no país. Como já mencionado anteriormente, esse recorte foi feito com base na classificação criada pelo jornal *Valor Financeiro*, cujo critério foi o ativo total entre os bancos comerciais e múltiplos.

Os bancos privados nacionais analisados foram Bradesco, Itaú, Safra e Unibanco; os estrangeiros foram ABN Amro, Citibank, HSBC e Santander; e os estatais, foram Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal. Convém destacar que a evolução das carteiras desses bancos deve ser relativizada, pois, em alguns períodos, os dados de alguns bancos não foram incluídos no cálculo pelo fato de não terem sido disponibilizados nos balanços patrimoniais ou em qualquer outro informativo costumeiramente divulgado. Em 1998, o ABN e o Safra informaram somente o valor total das suas aplicações em títulos públicos federais. Em 1999, o

ABN omitiu essas informações e, procederam da mesma maneira nos períodos de 1995-1999 e 1996-2001, o Bradesco e o Unibanco, respectivamente, os quais não discriminaram as suas aplicações por título. Embora essas omissões pudessem implicar em uma diferença no deslocamento das curvas representativas da evolução das carteiras desses bancos, a tendência dessa evolução não se alterou ao longo do período, permitindo a construção de representações gráficas bem próximas da realidade.

Gráfico 9 – ABN Amro, Banco do Brasil, Bradesco, Caixa, Citibank, HSBC, Itaú, Safra, Santander e Unibanco: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1998-2002)



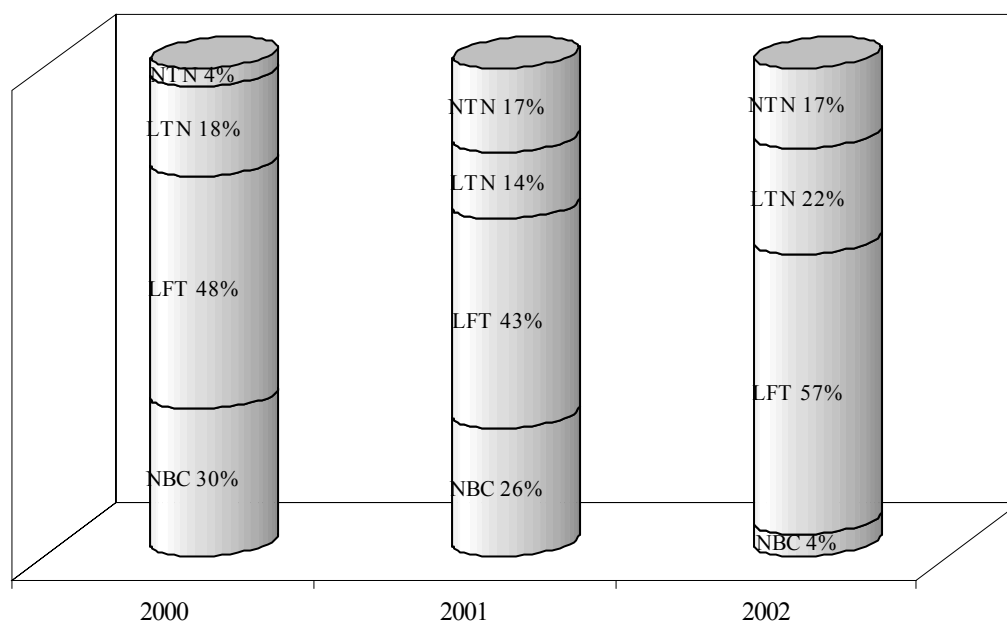
Fonte: Balanços patrimoniais dos bancos selecionados
Elaboração do autor

3.1 BANCOS PRIVADOS NACIONAIS

No caso do Bradesco, pelos dados disponibilizados em seus balanços patrimoniais, pode-se perceber uma concentração das suas aplicações em títulos pós-fixados indexados à taxa Selic e ao câmbio. É isso o que mostra a composição da carteira de títulos públicos no período 2000 a 2002 (Gráfico 10), na qual pode-se observar uma preponderância de LFT's,

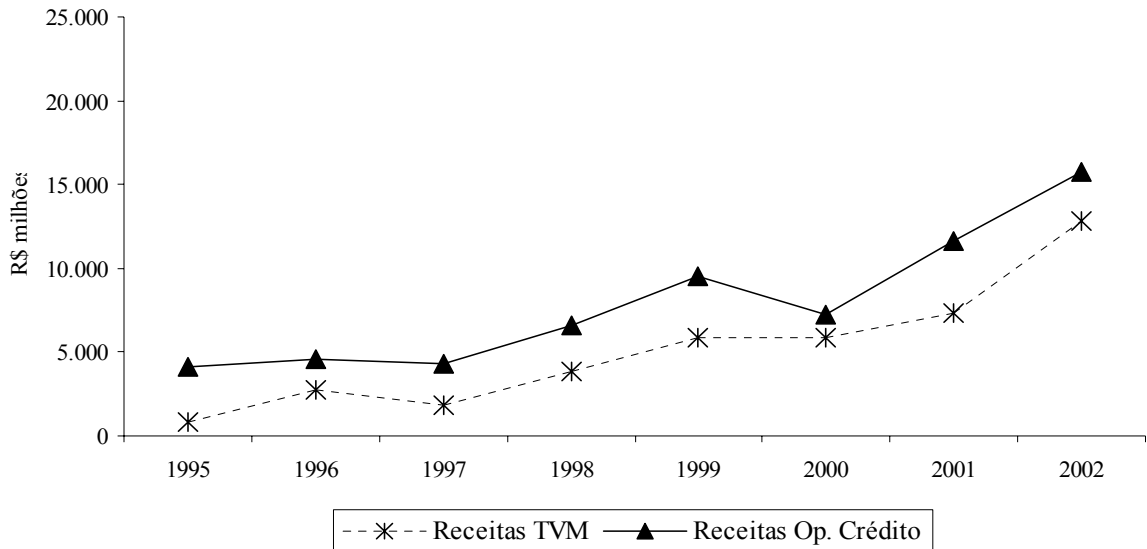
LTN's (indexadas à taxa Selic) e NBC's (indexadas ao câmbio), sendo as primeiras majoritárias nessa composição. A importância dos negócios com títulos públicos para o banco também pode ser vista pela comparação entre as evoluções das receitas oriundas das operações de crédito e aquelas derivadas das aplicações em títulos e valores mobiliários (Gráfico 11), sendo estes responsáveis por quase 50% das receitas no período. Esta instituição também é aquela, entre os bancos privados, que apresentou um maior volume de negócios com esses papéis, chegando a direcionar aproximadamente R\$ 30 bilhões de seus recursos para a compra de títulos públicos federais no período 2000-2002 (Gráfico 12).

Gráfico 10 – Bradesco: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais 2000-2002



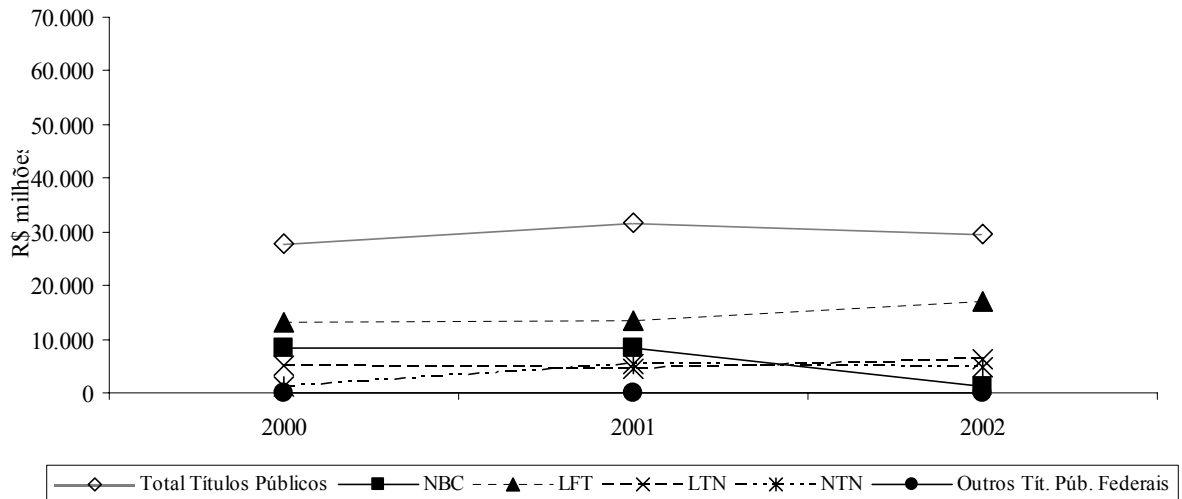
Fonte: Balanços patrimoniais do Bradesco
Elaboração do autor.

Gráfico 11 – Bradesco: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1995-2002)



Fonte: Balanços patrimoniais do Bradesco
Elaboração do autor

Gráfico 12 – Bradesco: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (2000-2002)

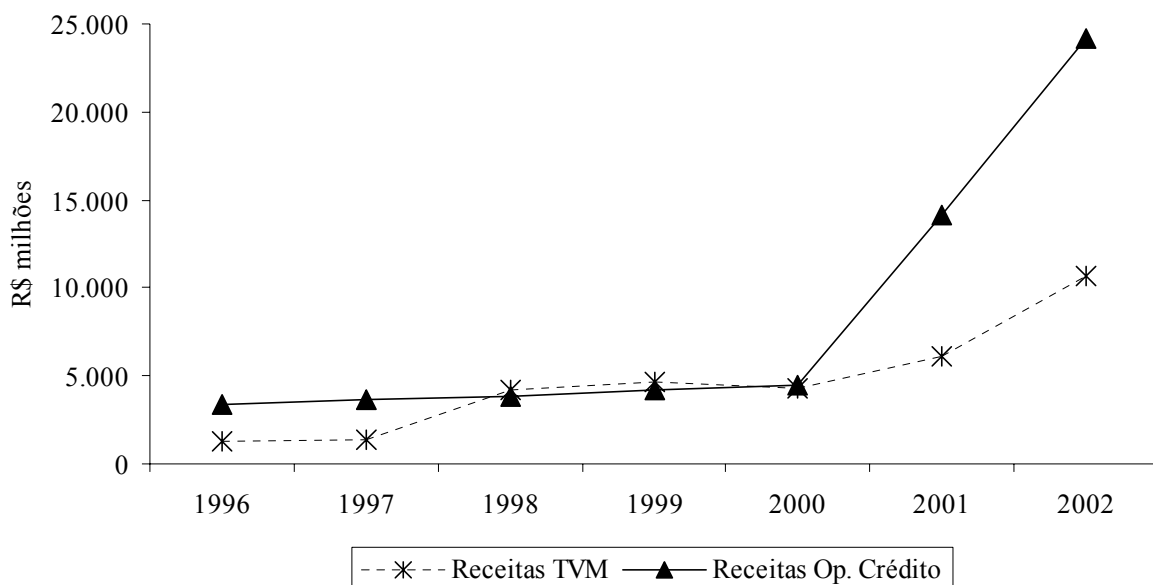


Fonte: Balanços patrimoniais do Bradesco
Elaboração do autor

O Banco Itaú, que durante dois terços do período analisado havia direcionado a maior parte dos seus recursos financeiros para o mercado de títulos e valores mobiliários, especialmente para aplicar em títulos públicos do governo federal, inverteu essa tendência a partir do final de 2000, passando a emprestar mais do que aplicou em títulos. Esse comportamento se refletiu nas receitas do banco com essas modalidades de operações, sendo que, a partir de 2000, o crescimento das receitas com operações de crédito foi mais que proporcional ao crescimento das receitas oriundas do mercado de títulos e valores mobiliários (Gráfico 13). Mesmo assim, o volume dos recursos aplicados em títulos públicos esteve acima da marca dos R\$ 10 bilhões de 1998 a 2002 (Gráfico 14).

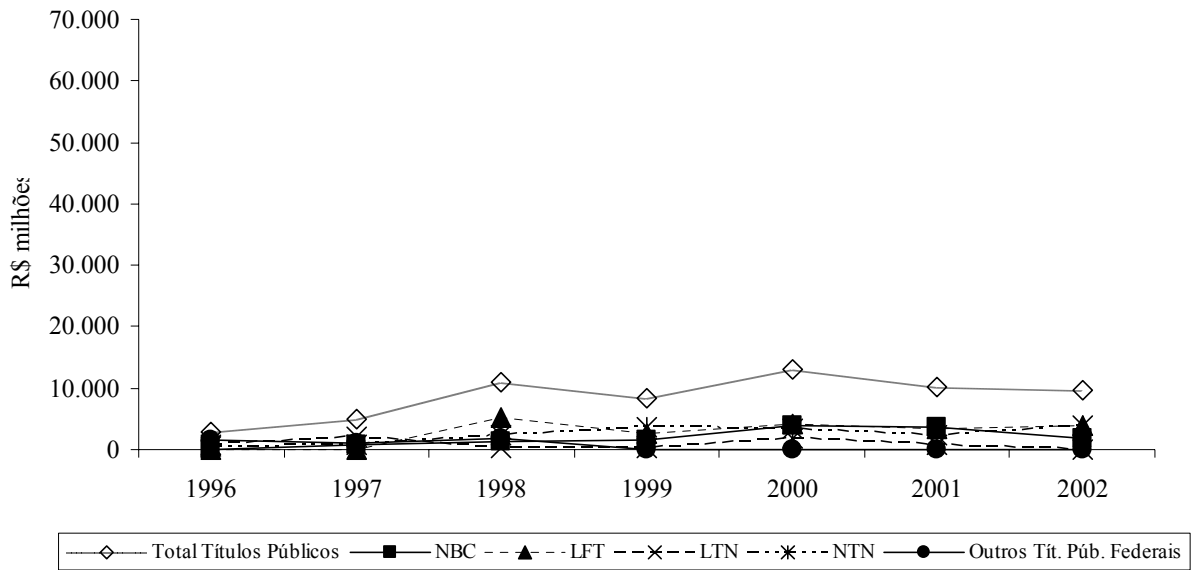
Por outro lado, pode-se observar, na composição dos ativos do Itaú, uma certa diferença em relação ao seu principal concorrente nacional – o Bradesco. Enquanto no Bradesco há uma certa divisão da carteira entre os títulos indexados ao câmbio e a Selic, no Itaú, a parcela indexada ao câmbio é preponderante (Gráfico 15), o que pode estar associado a uma maior presença desse banco no mercado financeiro internacional, aparentemente mais sensível quanto a possíveis mudanças na política econômica.

Gráfico 13 – Itaú: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1996-2002)



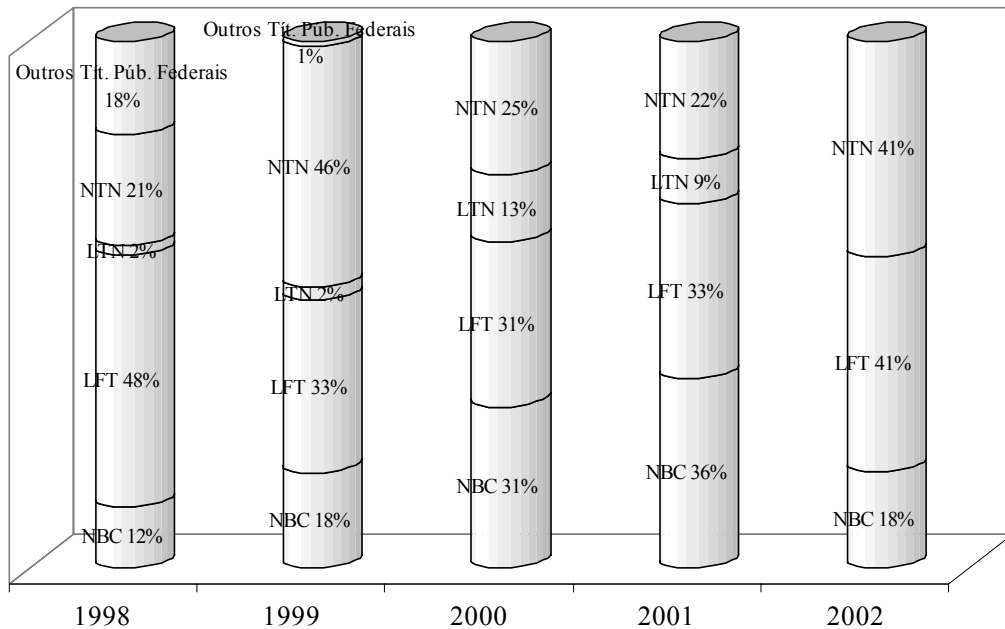
Fonte: Balanços patrimoniais do Itaú
Elaboração do autor

Gráfico 14 – Itaú: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1996-2002)



Fonte: Balanços patrimoniais do Itaú
Elaboração do autor

Gráfico 15 – Itaú: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)

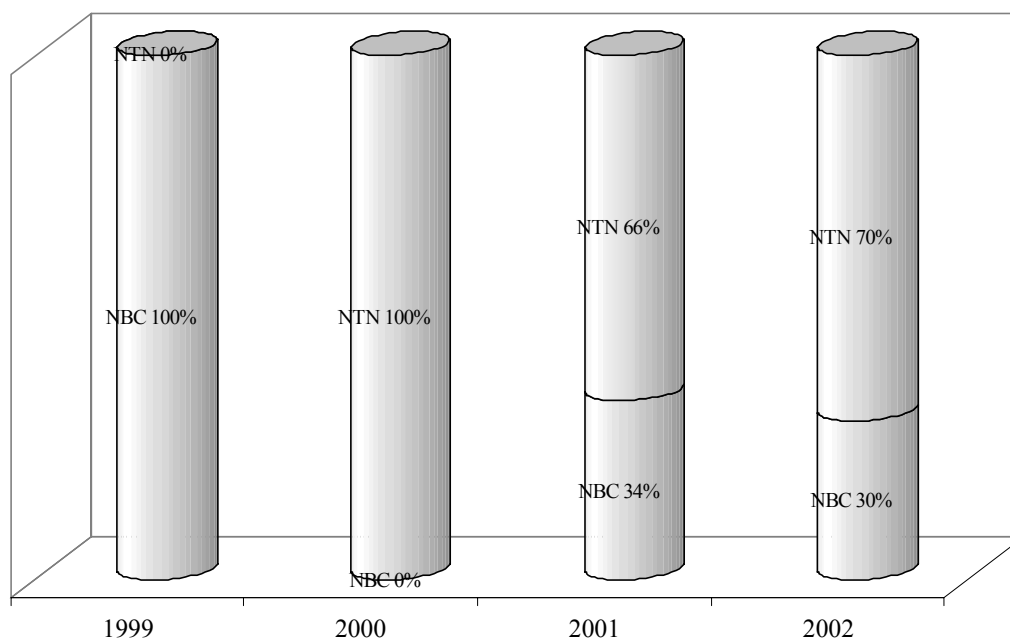


Fonte: Balanços patrimoniais do Itaú
Elaboração do autor

O Banco Safra concentrou as suas aplicações em títulos públicos federais corrigidos pelo câmbio (Gráfico 16). Em 1999 e 2000, por exemplo, 100% da sua carteira de títulos federais foi atrelada a esse indexador. Nos anos seguintes, 2001 a 2002, embora a parcela majoritária dos títulos tenha sido composta por NTN's, as quais também têm como fator de correção um índice de preços (IGP-M), a TR e a TJLP, é o dólar norte-americano que corrige a maior parte dos seus ativos, pois, pelos dados do Banco Central esses índices corrigiram somente 3,67% e 9,02% dos referidos títulos em 2001 e 2002, respectivamente. No caso específico desse banco, pode-se perceber a opção por uma estratégia de negócio com títulos públicos que pode ter levado em consideração uma grande possibilidade de especular com a desvalorização cambial, a qual acabou acontecendo a partir de 1999.

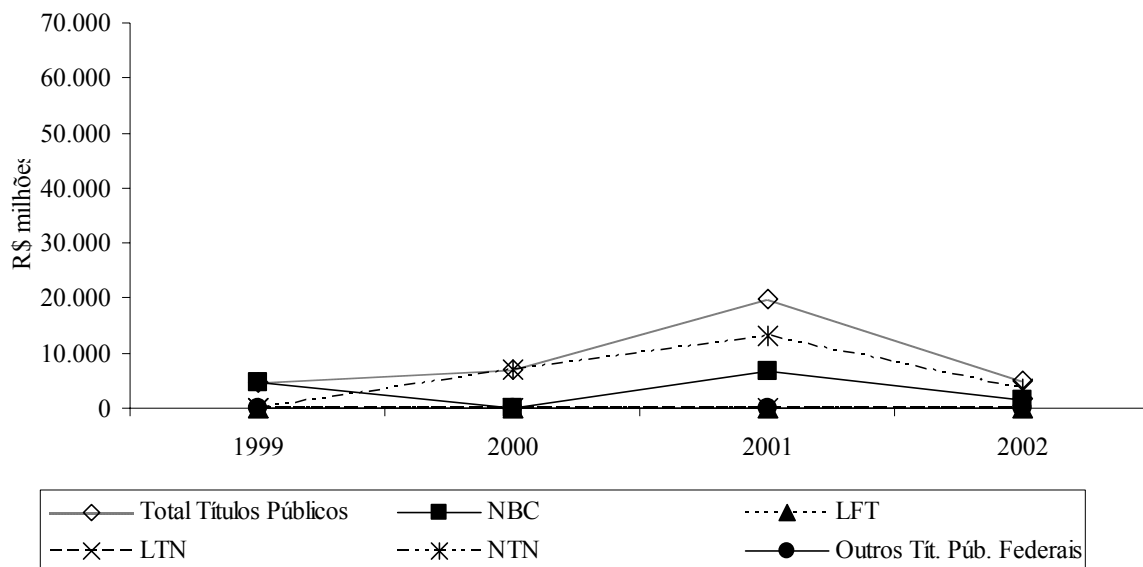
Note-se que, entre 2000 e 2001 (Gráfico 17), o volume dos recursos aplicados em títulos públicos cresceu significativamente, chegando praticamente a equiparar-se com a carteira do Bradesco, que é o maior banco privado nacional. Com isso, as receitas oriundas do mercado de títulos e valores mobiliários também foram superiores àquelas derivadas dos empréstimos concedidos por esse banco (Gráfico 18).

Gráfico 16 – Safra: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1999-2002)



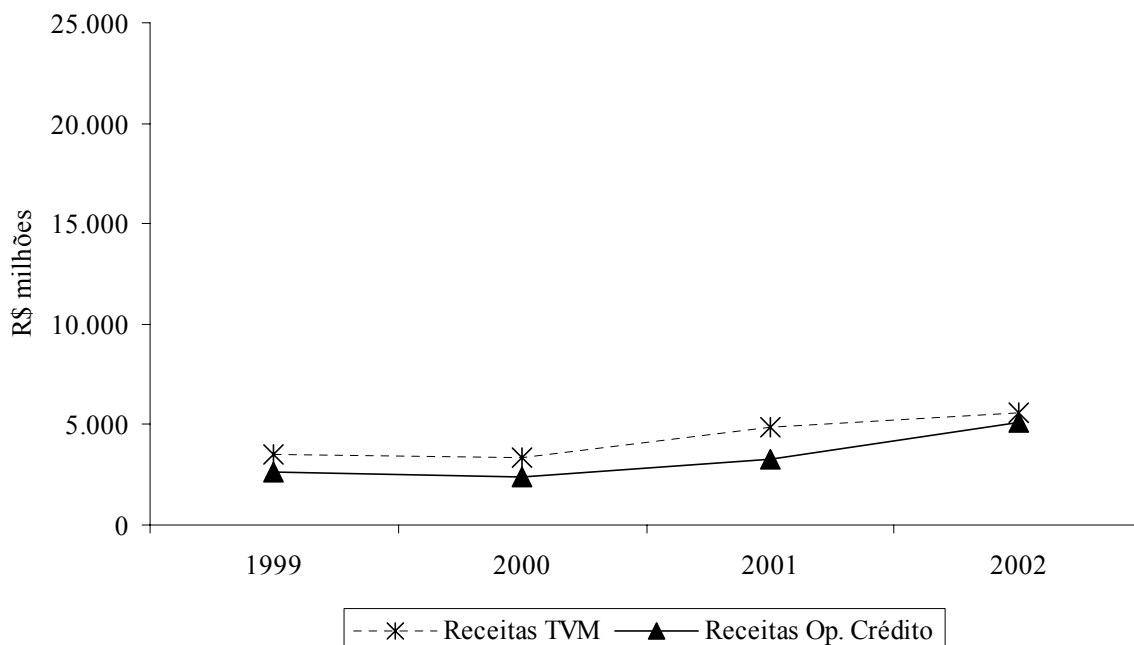
Fonte: Balanços patrimoniais do Safra
Elaboração do autor

Gráfico 17 – Safra: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1999-2002)



Fonte: Balanços patrimoniais do Safra
Elaboração do autor

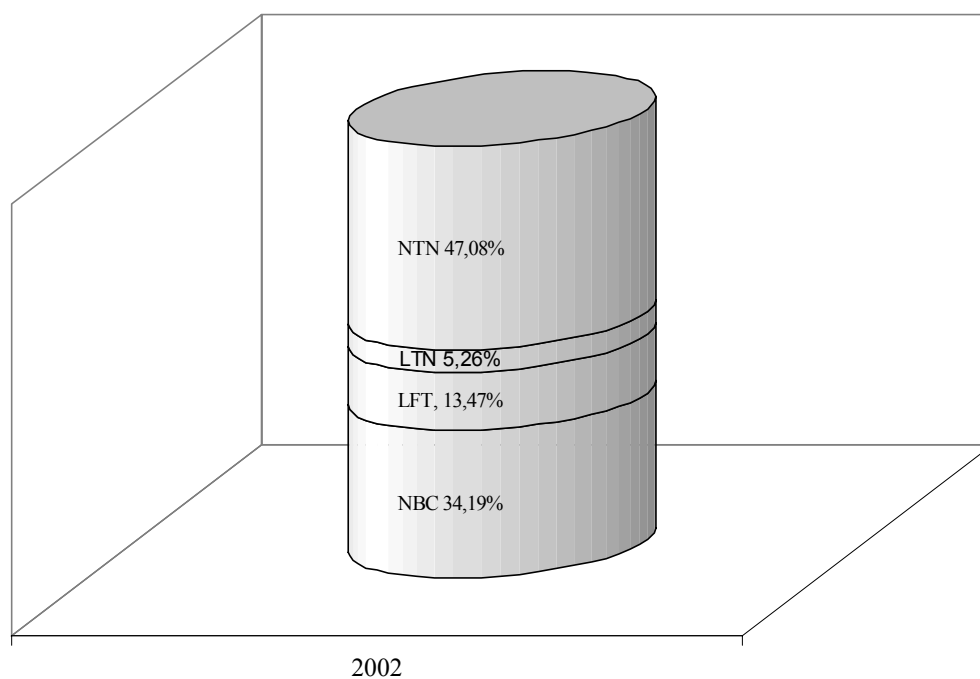
Gráfico 18 – Safra: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1999-2002)



Fonte: Balanços patrimoniais do Safra
Elaboração do autor

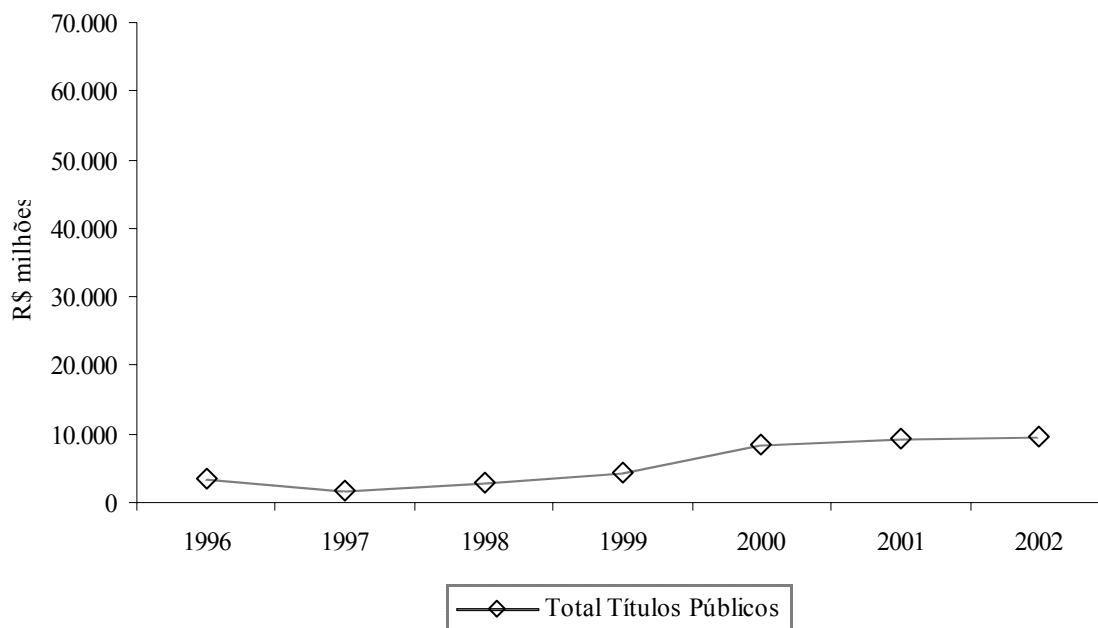
O Unibanco, que disponibilizou os dados desagregados da carteira de títulos públicos somente para o ano de 2002, também apresentou um comportamento conservador quanto à aplicação de seus recursos. Mesmo que tenha divulgado essas informações somente para um ano, é possível perceber que o câmbio é o principal fator de correção (Gráfico 19). A sua carteira teve um crescimento vigoroso a partir de 1997, chegando ao final de 2002 a superar a quantia de R\$ 10 bilhões (Gráfico 20), tendo a receita oriunda dessas aplicações superado as receitas dos empréstimos em 1999, 2000 e 2001 (Gráfico 21).

Gráfico 19 – Unibanco: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (2002)



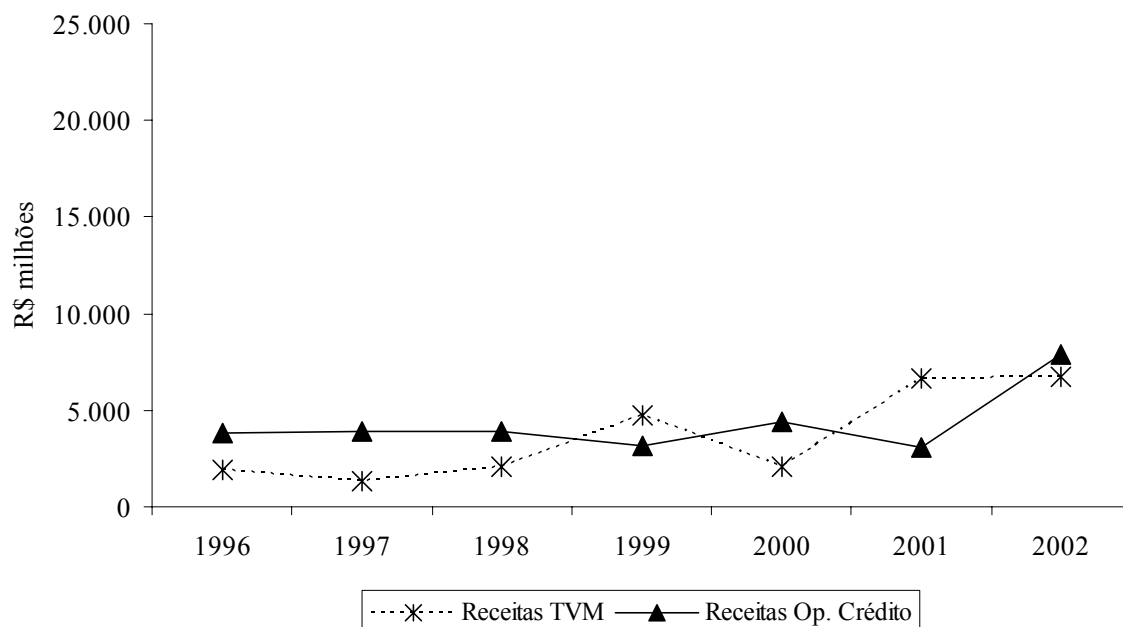
Fonte: Balanços patrimoniais do Unibanco
Elaboração do autor

Gráfico 20 – Unibanco: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1996-2002)



Fonte: Balanços patrimoniais do Unibanco
Elaboração do autor

Gráfico 21 – Unibanco: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1996-2002)



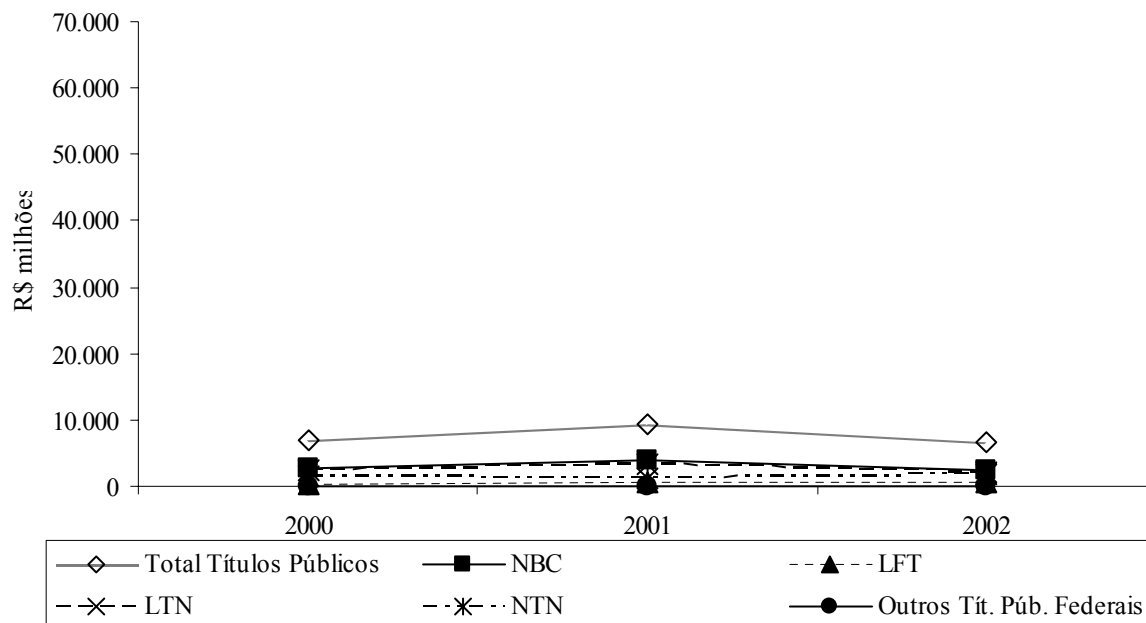
Fonte: Balanços patrimoniais do Unibanco
Elaboração do autor

3.2 BANCOS PRIVADOS ESTRANGEIROS

Os bancos privados estrangeiros, como já mencionado anteriormente, em que pese às diferenças entre eles, geralmente primaram por comprar títulos públicos federais vinculados ao câmbio. Esses atores adotam, nos negócios com os títulos da dívida pública brasileira, um comportamento similar àquele adotado pelos atores caracterizados como centrais no mercado futuro norte-americano. Deste modo, focalizam as suas atividades no mercado de títulos na compra de papéis que possam exercer uma função protetora dos seus ativos contra a desvalorização decorrente de mudanças bruscas na política econômica, seja por decisão de governo, ou como consequência de abalos do sistema financeiro internacional.

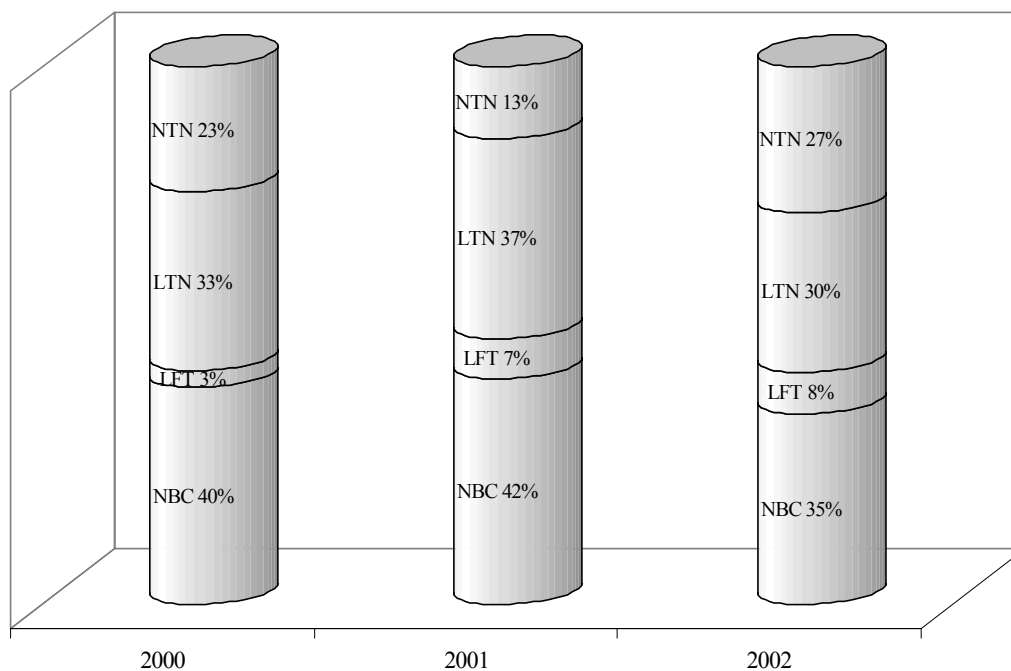
O Banco Holandês – ABN Amro, que, depois de comprar o Banco Real, um tradicional banco privado brasileiro, ampliou os seus negócios no mercado financeiro nacional, também viu no mercado de títulos públicos uma grande oportunidade para valorizar os seus ativos. Nesse sentido, dividiu os recursos que estavam sob a sua administração entre operações de crédito e operações com títulos e valores mobiliários, sendo que a parcela relativa aos títulos públicos foi indexada ao câmbio em uma média de 60% no período 2000-2002 (Gráficos 22 e 23). Isso lhe possibilitou a geração de uma receita média de R\$ 1,2 bilhões com títulos e valores mobiliários e R\$ 2,6 bilhões com operações de crédito (Gráfico 24).

Gráfico 22 – ABN Amro: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (2000-2002)



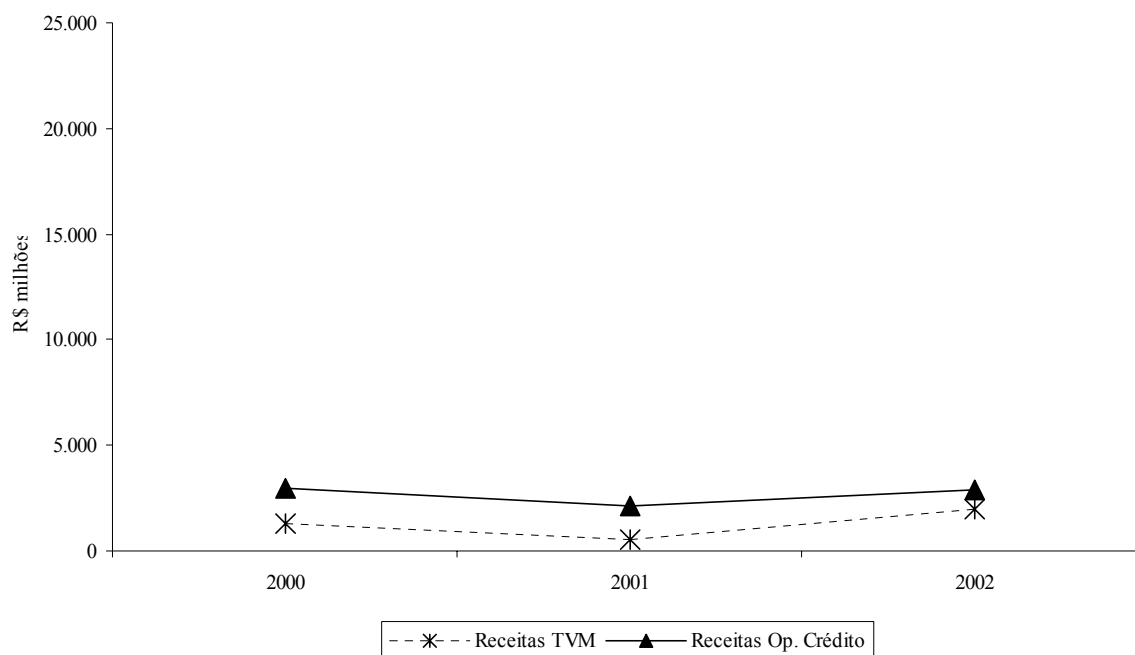
Fonte: Balanços patrimoniais do ABN Amro
Elaboração do autor

Gráfico 23 – ABN Amro: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (2000-2002)



Fonte: Balanços patrimoniais do ABN Amro
Elaboração do autor

Gráfico 24 – ABN Amro: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (2000-2002)

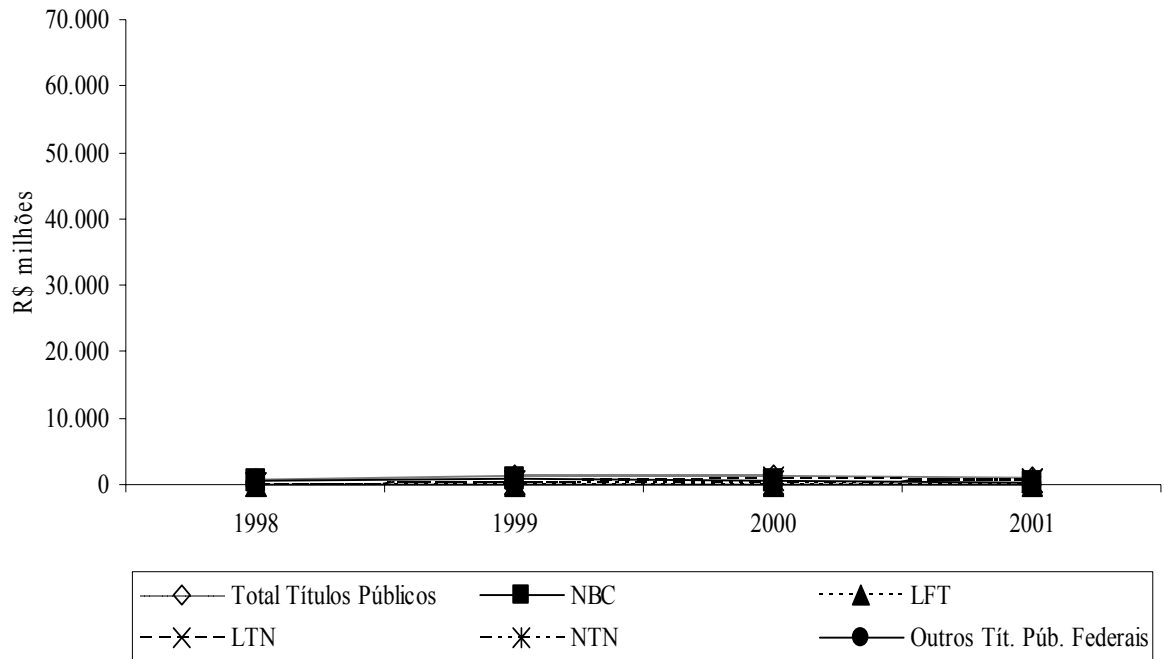


Fonte: Balanços patrimoniais do ABN Amro
Elaboração do autor

O Citibank, uma dos maiores bancos estrangeiros que operam no país, apesar de não apresentar um grande volume de operações com papéis do governo brasileiro, por ter mantido uma média de R\$ 1,3 bilhões de títulos públicos federais em carteira entre 1998 e 2001 – uma quantia modesta se comparada à carteira dos outros grandes bancos, vinculou somente 31%, em média, da sua carteira de títulos públicos à taxa básica de juros (Gráficos 25 e 26). Assim, considerando que essa taxa também é pós-fixada, pode-se assegurar que essa instituição também adotou um comportamento mais cauteloso em relação às suas aplicações e obteve rendimentos elevados, tanto em função da desvalorização cambial quanto da elevação da taxa de juros interna, que se manteve em patamares altos nesse período.

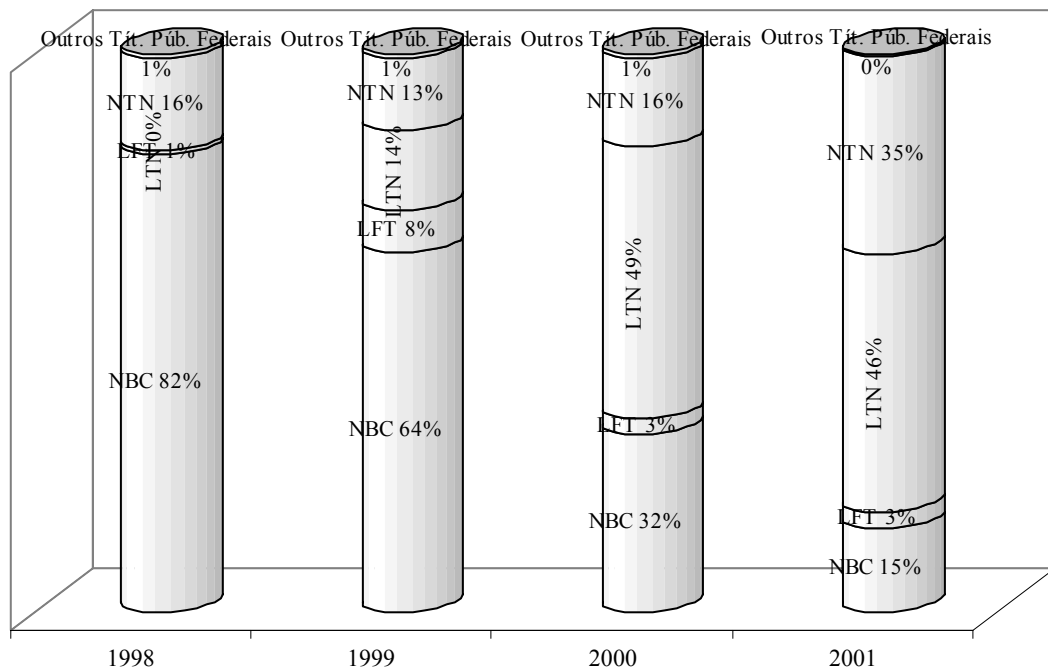
No que se refere às receitas, verifica-se que o resultado da aplicação de parte de seus recursos em papéis públicos lhe rendeu uma quantia semelhante àquela gerada pela atividade bancária tradicional – as operações de crédito (Gráfico 27).

Gráfico 25 – Citibank: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2001)



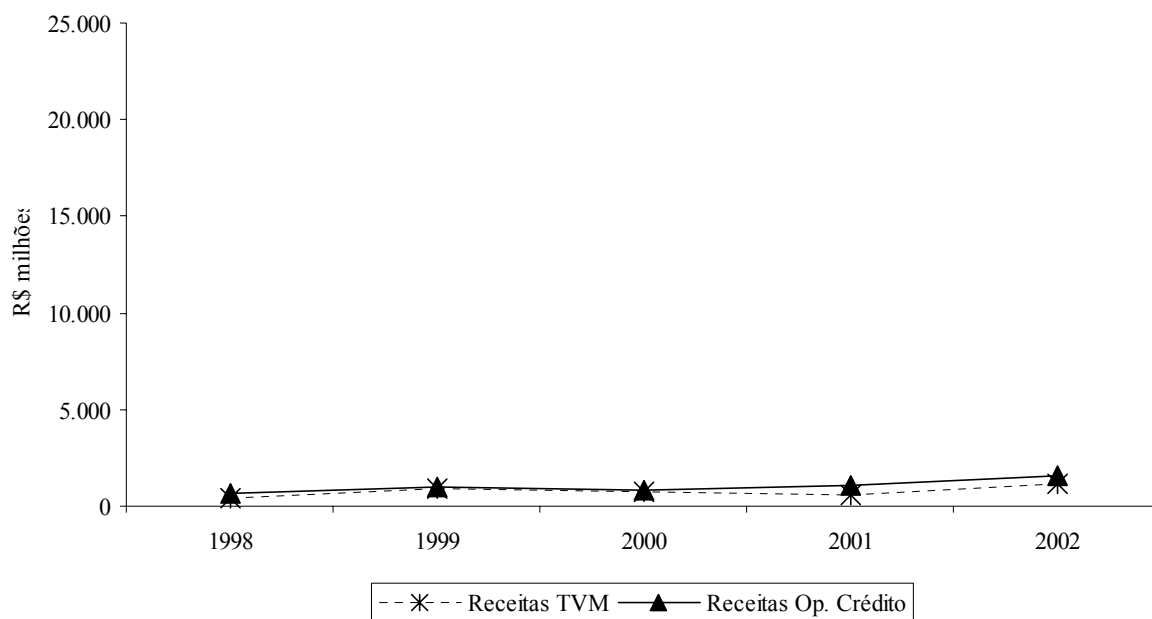
Fonte: Balanços patrimoniais do Citibank
Elaboração do autor

Gráfico 26 – Citibank: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2001)



Fonte: Balanços patrimoniais do Citibank
Elaboração do autor

Gráfico 27 – Citibank: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1998-2001)

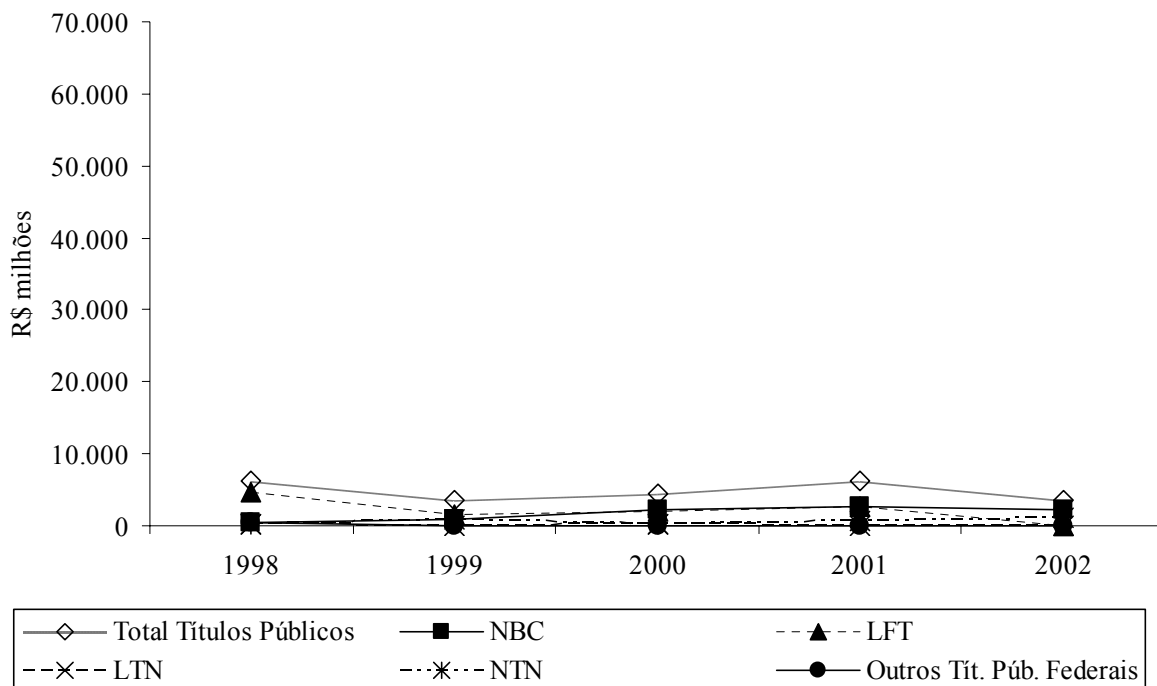


Fonte: Balanços patrimoniais do Citibank
Elaboração do autor

O HSBC, outro dos bancos estrangeiros, o qual ingressou no mercado financeiro brasileiro com maior vigor após comprar o Bamerindus, manteve grande parte de seus ativos aplicados em títulos públicos vinculados ao fator de correção balizado pela taxa de juros interna. Somente ao final do período estudado – 2002, essa composição se alterou drasticamente com a indexação quase total ao câmbio (Gráficos 28 e 29).

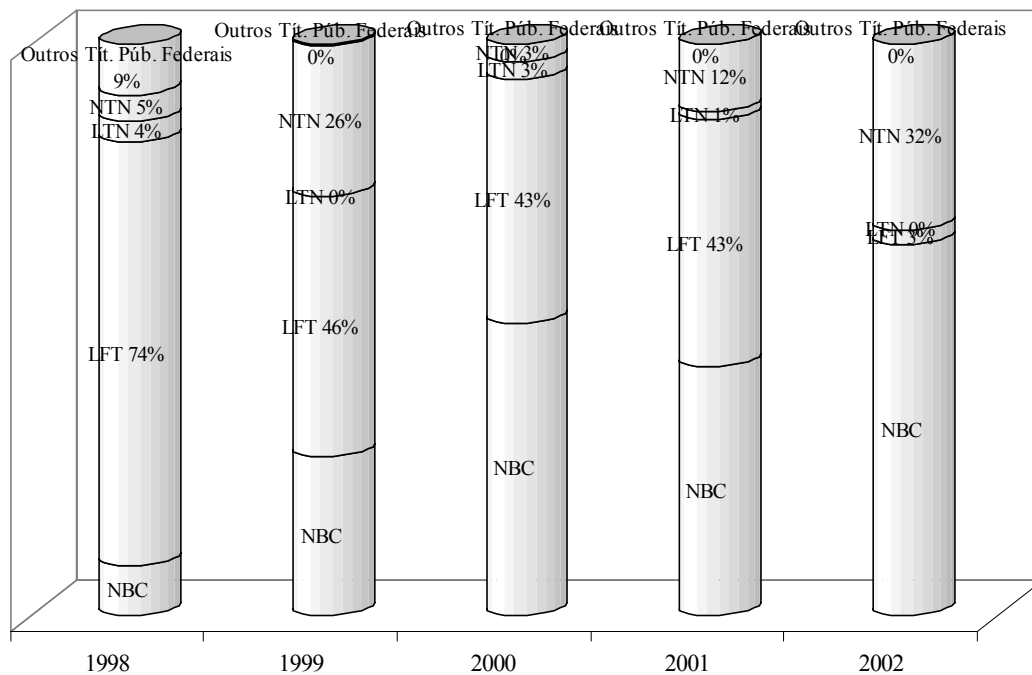
Mas o volume de recursos direcionados para esse tipo de aplicação financeira, depois de ter caído bruscamente no ano de 1998, cresceu vigorosamente a partir de 1999, atingindo novamente a cifra de R\$ 6 bilhões em 2001 (Gráfico 28), o que garantiu uma receita média de aproximadamente R\$ 1,4 bilhão ao ano nessa modalidade de negócio (Gráfico 30).

Gráfico 28 – HSBC: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)



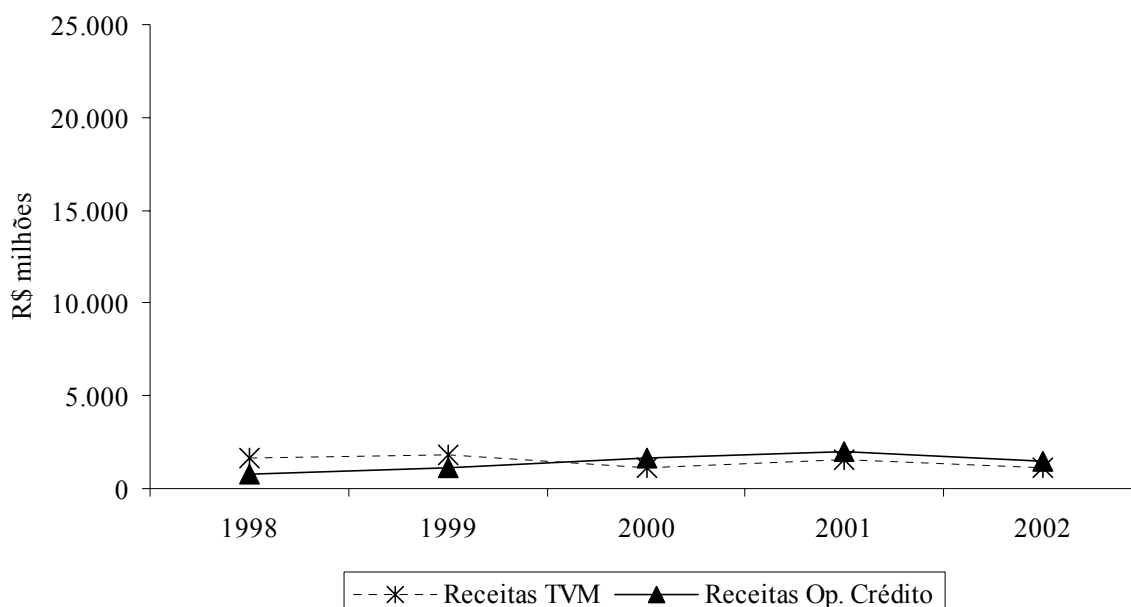
Fonte: Balanços patrimoniais do HSBC
Elaboração do autor

Gráfico 29 – HSBC: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)



Fonte: Balanços patrimoniais do HSBC
Elaboração do autor

Gráfico 30 – HSBC: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1998-2001)

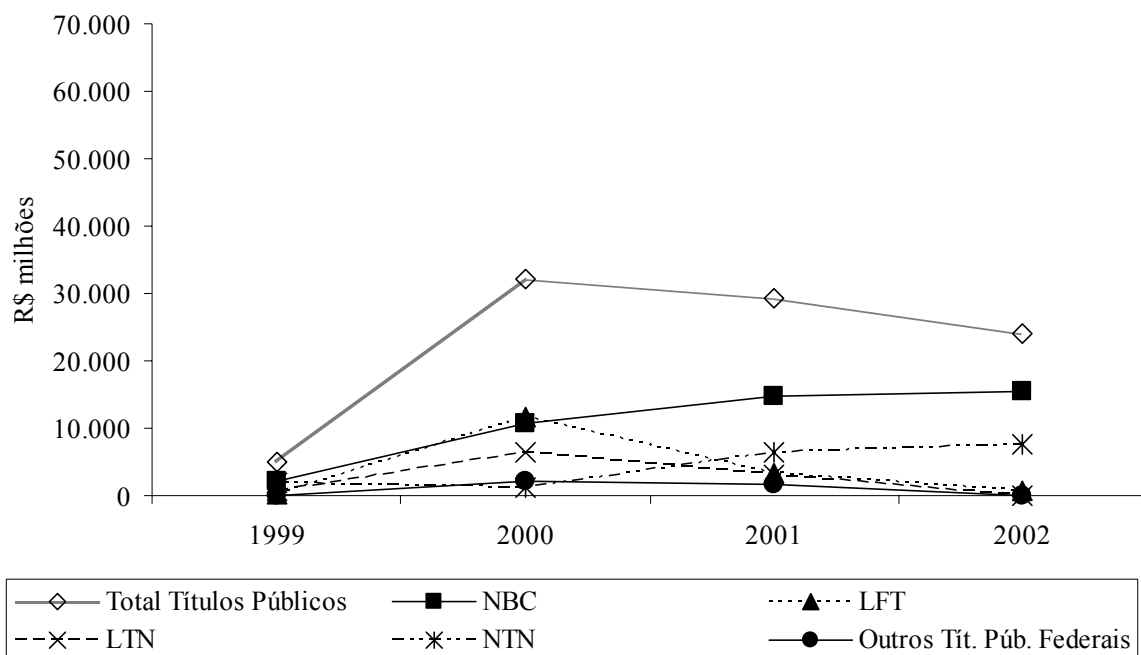


Fonte: Balanços patrimoniais do HSBC
Elaboração do autor

O banco espanhol Santander, que adquiriu o maior banco estadual brasileiro – o Banespa, aplicou pesadamente em títulos públicos federais a partir de 1999, chegando a atingir a marca de R\$ 30 bilhões em 2000, a qual foi mantida nos dois anos seguintes. Como pode ser observado nos Gráficos 31 e 32, exceto em 2000, o principal fator de correção desses ativos foi o câmbio. Então apesar da estratégia de expansão dos seus negócios na América Latina, a qual deveria pressupor um profundo conhecimento desse mercado, bem como da política econômica que de alguma forma teria reflexo nos seus investimentos, o Santander parece ter seguido a tendência dos outros bancos estrangeiros, isto é, também preferiu proteger os seus ativos financeiros de possíveis mudanças conjunturais bruscas.

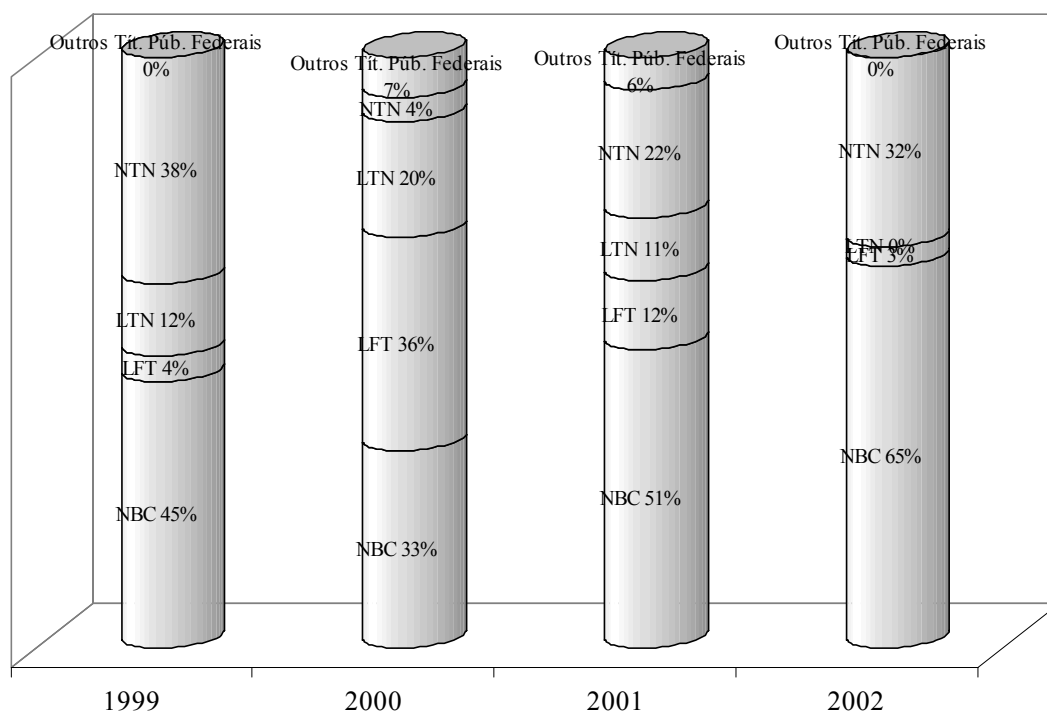
Observe-se que, de todas as instituições que compõem a amostra desta pesquisa, o Santander é o banco que teve um volume de receitas oriundas das aplicações no mercado de títulos sempre superior àquelas auferidas nos contratos de empréstimos (Gráfico 33).

Gráfico 31 – Santander: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1999-2002)



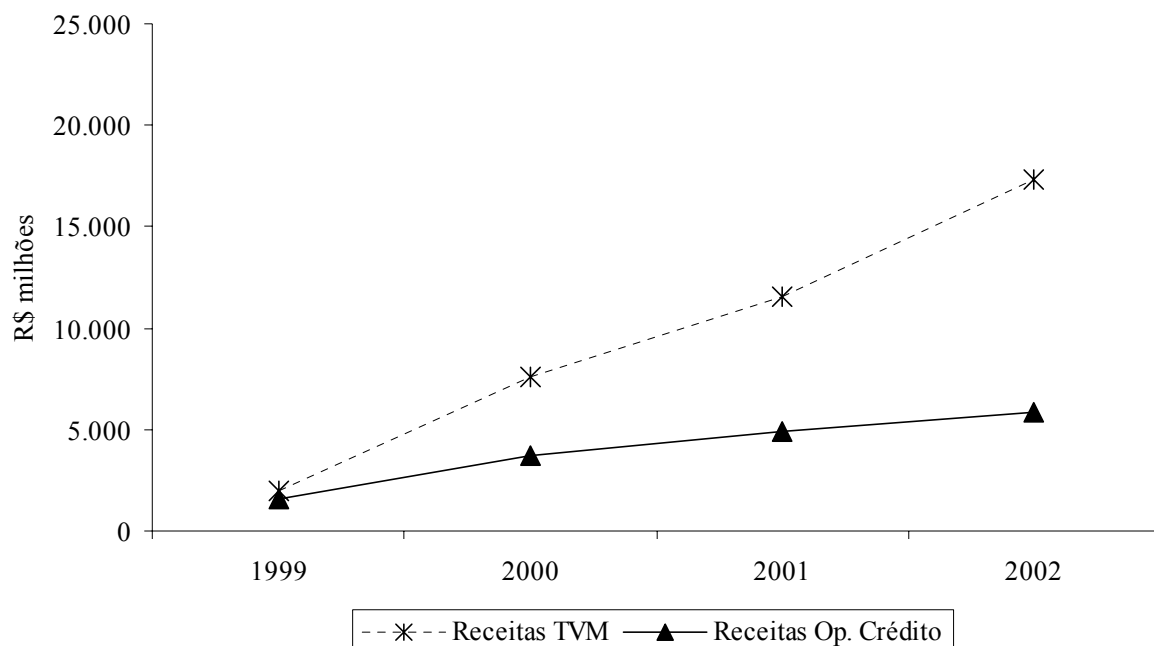
Fonte: Balanços patrimoniais do Santander
Elaboração do autor

Gráfico 32 – Santander: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1999-2002)



Fonte: Balanços patrimoniais do Santander
Elaboração do autor

Gráfico 33 – Santander: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1999-2002)



Fonte: Balanços patrimoniais do Santander
Elaboração do autor

3.3 BANCOS ESTATAIS

Os bancos estatais apresentaram comportamentos diferenciados em relação aos bancos privados. Nos seus balanços, é visível a concentração de títulos públicos vinculados à taxa Selic (Gráficos 35 e 38). Nos dois bancos pesquisados, o maior volume de recursos aplicados em títulos públicos federais se concentra nas LFT's, representando um volume de aproximadamente R\$ 100 bilhões ao final de cada ano nos dois últimos anos do Governo FHC (Gráficos 34 e 37). A magnitude da carteira de títulos públicos, articulada com uma política monetária restritiva, fez com que, ao final do Governo FHC, as receitas com títulos e valores mobiliários desses bancos superassem as receitas com as operações de crédito (Gráficos 36 e 39).

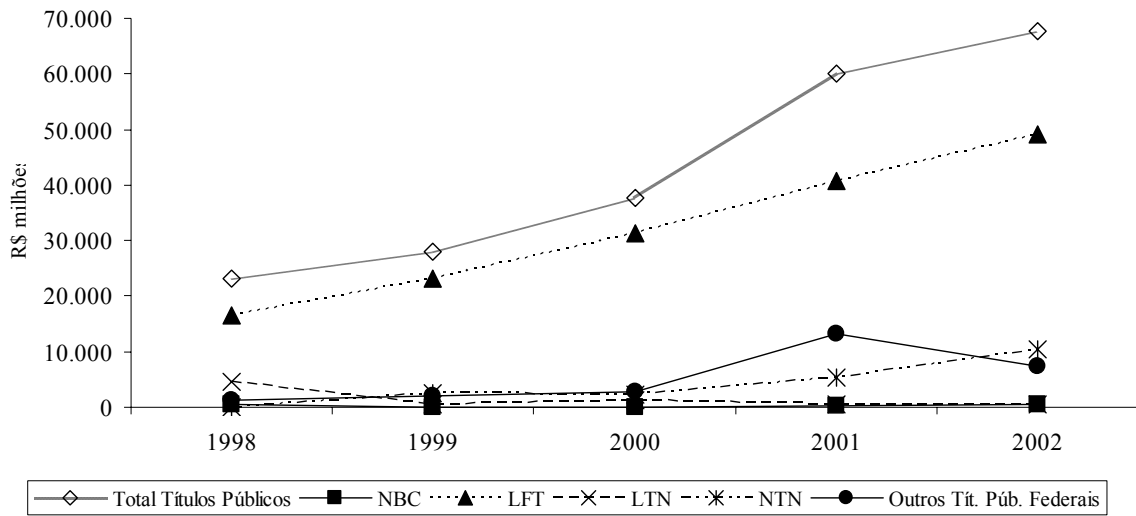
No caso da Caixa Econômica Federal (Gráfico 38), observa-se que, em 1998, a quantia referente a “outros títulos públicos federais”, a qual representa uma pequena parcela do que foi aplicado por todos analisados, totalizou um montante correspondente a 67% da

carteira de títulos públicos desse banco. Convém ressaltar que essa participação acentuada se deve à securitização de passivos do FCVS após o reconhecimento dos chamados “esqueletos”, que era um dos principais argumentos do governo para justificar o aumento exponencial da dívida pública na década de 1990.

Considerando que estes são os maiores bancos estatais, é possível pensar que essa concentração tenha sido parte de uma estratégia do governo federal para refinaranciar a sua dívida, isto é, o Banco do Brasil e, principalmente, a Caixa Econômica Federal, a partir de 2000, podem ter sido “forçados” a adquirir os papéis do governo, o que, no caso dessa última instituição, caracteriza um desvio de sua função de agente financeiro do governo para conceder crédito para os programas sociais. As turbulências que ocorreram no mercado financeiro internacional podem reforçar esta hipótese, pois se em razão da incerteza os bancos privados passaram a cobrar um prêmio de risco maior para comprar títulos públicos, os bancos estatais poderiam preencher essa lacuna e ainda ajudar a impedir que a taxa de juros subisse ainda mais, já que carregariam em suas carteiras os papéis que certamente os bancos privados só aceitariam em troca de juros elevados.

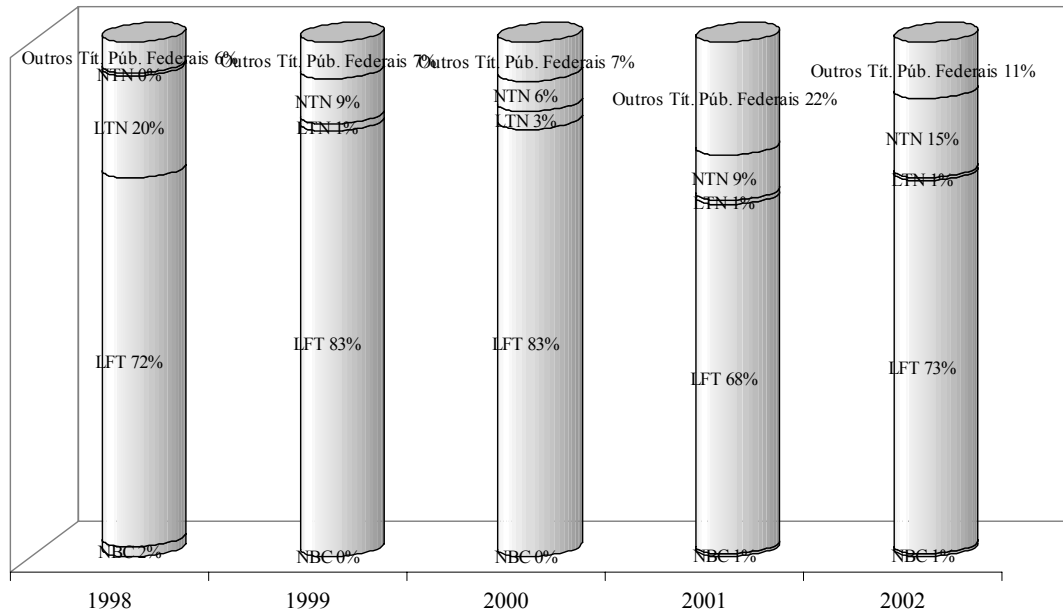
É neste aspecto que entra o quarto ator social mencionado anteriormente – o Banco Central. Essa instituição, responsável pela política monetária, pode ter exercido uma pressão sobre os dois grandes estatais para adquirirem uma grande fatia dos títulos que emitiu, garantindo assim o refinanciamento da dívida pública, o que na visão amplamente difundida por seus dirigentes, era fundamental para que o mercado continuasse a ter confiança na política econômica.

Gráfico 34 – Banco do Brasil: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)



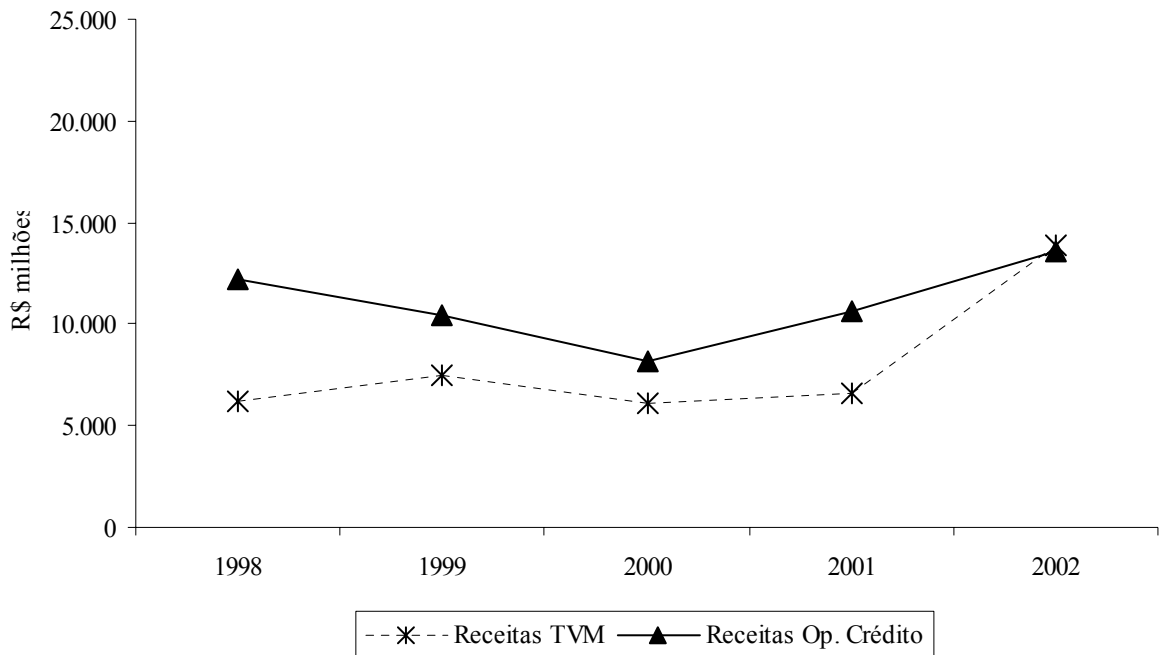
Fonte: Balanços patrimoniais do Banco do Brasil
Elaboração do autor

Gráfico 35 – Banco do Brasil: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)



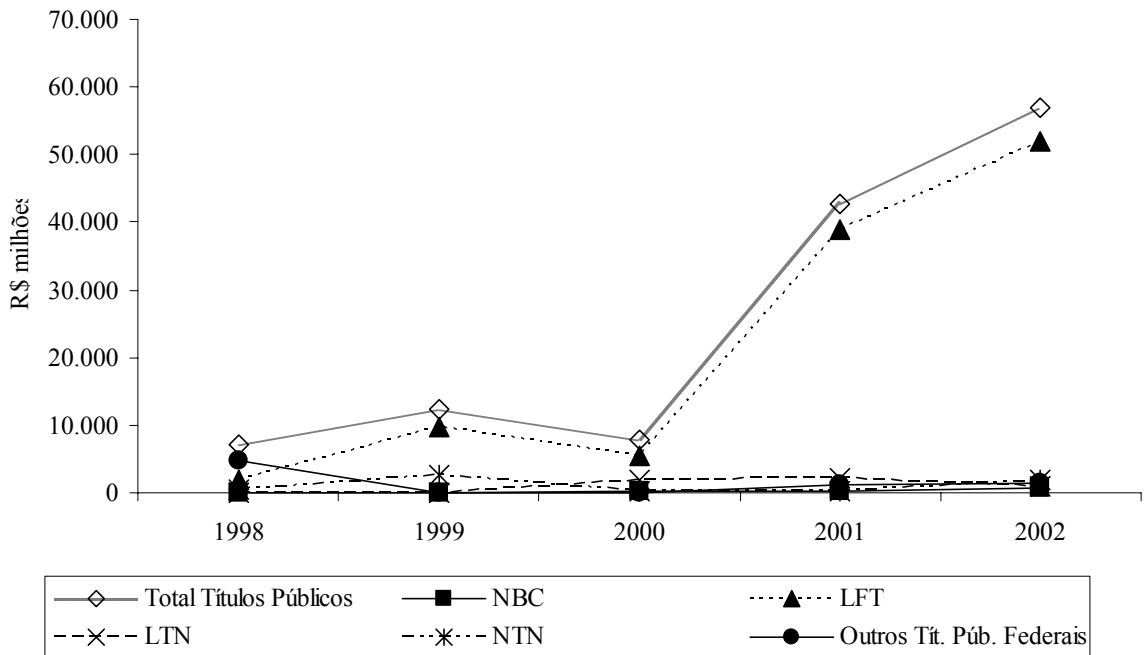
Fonte: Balanços patrimoniais do Banco do Brasil
Elaboração do autor

Gráfico 36 – Banco do Brasil: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1998-2002)



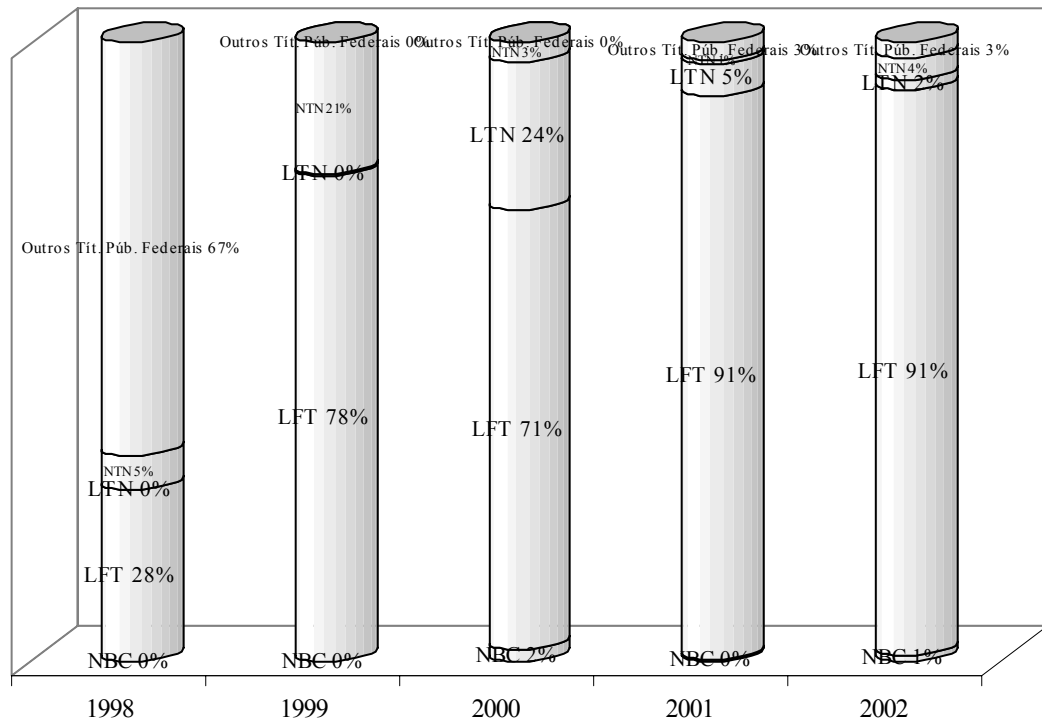
Fonte: Balanços patrimoniais do Banco do Brasil
Elaboração do autor

Gráfico 37 – Caixa: Evolução da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)



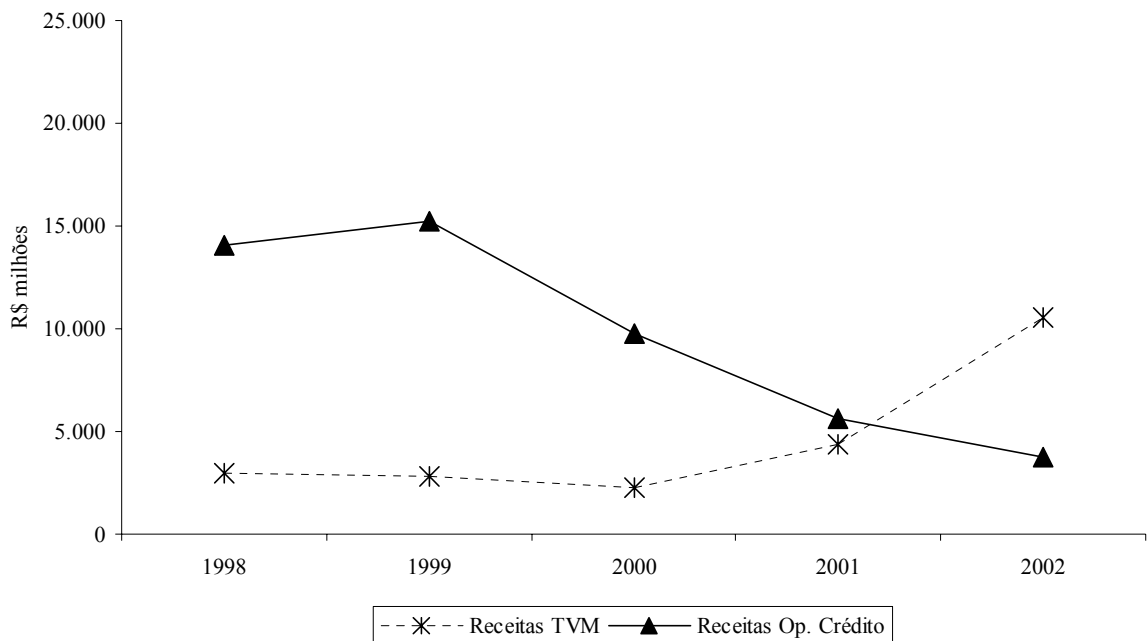
Fonte: Balanços patrimoniais da Caixa Econômica Federal
Elaboração do autor

Gráfico 38 – Caixa: Composição da Carteira de Títulos Públicos Federais (1998-2002)



Fonte: Balanços patrimoniais da Caixa Econômica Federal
Elaboração do autor

Gráfico 39 – Caixa: Receitas com Operações de Crédito e com Títulos e Valores Mobiliários (1998-2002)



Fonte: Balanços patrimoniais da Caixa Econômica Federal
Elaboração do autor

Não há dúvida de que a aplicação de recursos sob o controle das instituições financeiras em títulos da dívida pública brasileira decorre, de um lado, da busca do lucro e, de outro, da necessidade de o governo refinar a sua dívida. Porém, há um outro fator de influência nessa decisão que, embora não se tenha uma medida do seu impacto, não pode ser negligenciado. Trata-se de uma exceção prevista no Acordo de Basileia, que é um conjunto de regras de supervisão bancária que visa proteger as instituições e o sistema financeiro como um todo de possíveis abalos que possam gerar uma crise sistêmica.

De acordo com as regras de Basileia, para cada operação de crédito as instituições financeiras devem provisionar um percentual como “crédito de liquidação duvidosa”, o qual varia numa escala de 0% a 100 conforme o potencial de pagamento de cada tomador. Obviamente, esse procedimento implica em modificação do patrimônio líquido da instituição na mesma proporção do crédito provisionado, o que reduz a sua capacidade de expandir a carteira de crédito. Entretanto, existe exceção para as aplicações em títulos da dívida pública, os quais, em razão da segurança quanto ao retorno e da elevada liquidez, são ponderados pelo peso “zero”. Isso não explica o crescimento exponencial dos negócios com títulos do governo, mas certamente é mais um dos seus fatores de impulsão. É uma exceção à regra que ao mesmo tempo em que protege os ativos das instituições financeiras, satisfaz a demanda por recursos para refinar a dívida pública.

Parece que o ganho fácil e seguro, proporcionado pela rolagem da dívida pública e articulado com uma política monetária restritiva, caracterizada por uma taxa de juros elevada, contribuiu sobremaneira para elevar o montante de recursos aplicados no mercado de títulos e para encolher cada vez mais a oferta de crédito. É isso o que se pode perceber pelo discurso dos empresários do setor produtivo, os quais têm se manifestado freqüentemente na imprensa para reivindicar uma política monetária menos punitiva para esse setor. Contudo, essa postura deve ser relativizada, pois se sabe que os grandes grupos econômicos também são beneficiados pela política monetária que mantém os juros em patamares elevados, pois grande parte dos recursos de terceiros administrados pelos bancos é constituída pelos desses grupos.

Por outro lado, se os bancos concentram a maior quantidade de títulos públicos, então se estabelece uma relação na qual o governo depende desses recursos para financiar o seu déficit. A dimensão dessa dependência se torna mais clara quando se verifica que, entre 1998

e 2002, os 10 maiores bancos por ativo total carregaram em carteira mais de 30% do total de títulos públicos em poder do público, chegando a atingir a marca de 36% em 2001.

Na verdade se estabelece um processo de hegemonia dos grandes bancos que coloca o governo numa condição de elevado grau de subordinação aos seus interesses, pois o fato de concentrarem sob os seus domínios os recursos de que o governo necessita, pode implicar na geração de influência quantos aos rumos da política monetária, principalmente naquilo que se refere à remuneração do capital e à segurança de retorno do montante aplicado.

O controle dos recursos financeiros pelos bancos e, portanto, do fluxo de capitais foi abordado em pesquisas que buscavam explicar a hegemonia do setor bancário na economia norte americana, as quais deram origem à teoria da hegemonia financeira. De acordo com Minella (2003, p. 249) “esta teoria parte da noção de hegemonia de Gramsci²⁴, que é aplicada às instituições financeiras, e entendida em seu caráter estrutural”. Pelo fato de controlarem grande parte dos recursos financeiros e também o fluxo de capital na economia, as instituições financeiras, principalmente os bancos, concentram grande poder, pois, para concederem empréstimos, podem impor constrangimentos tanto nas decisões estratégicas das empresas quanto no processo decisório do governo.

É também em razão do controle sobre o capital que as instituições financeiras podem “moldar” ou “definir” os principais parâmetros da economia, nos quais as empresas não-financeiras desenvolvem os seus negócios. A modelagem desses parâmetros é realizada por:

Impulso ao desenvolvimento de áreas promissoras; diminuição progressiva do compromisso para com um setor, ou uma empresa, ou um país com sinais de ameaça à confiança de sua viabilidade econômica. Além disso, pode intervir de forma mais direta retirando ou recusando capital, intervindo assim na dinâmica interna de uma empresa ou de uma economia (idem).

A hegemonia financeira se baseia em quatro fontes, nas quais se perpetua a assimetria entre as instituições financeiras e as empresas não-financeiras. Em primeiro lugar, o capital é um recurso universal e, por isso mesmo, é útil em todo o tipo de negócio, podendo ainda agir como um substituto para a maioria dos recursos requeridos para as grandes empresas. Em segundo lugar, deve-se considerar o papel singular do capital como mercadoria, pois enquanto as outras mercadorias são trocadas por mercadorias diferentes, o capital, na sua forma

²⁴ Ver capítulo 4.

financeira, é trocado por ele mesmo. Em terceiro lugar, quando as empresas não-financeiras necessitam de empréstimos, geralmente têm que recorrer a um reduzido número de bancos, os quais regularmente coordenam as suas atividades. Neste caso, também é possível que essas empresas sejam forçadas a lidar com várias fontes de capital, coordenadas entre si de tal forma que parecem ser uma única fonte de capital, já que os bancos podem formar um consórcio para a concessão de empréstimos. Finalmente, pode-se ressaltar a urgência para obter o empréstimo, uma vez que, se a empresa não conseguir capital emprestado, pode entrar numa rota de falência. É em razão dessa urgência de relacionamento que muitas empresas acabam renunciando ao controle estratégico dos seus negócios, pois é melhor perder a autonomia do que falir (MINTZ e SCHWARTZ, 1985, p. 35-36).

Convém salientar que a força das instituições financeiras em exercer a hegemonia financeira depende da disponibilidade de capital, o que implica afirmar que terão maior poder quando houver escassez e menor poder quando ocorrer uma situação de excesso de oferta de capital. De uma forma mais ampla isso significa que:

O exercício desta hegemonia está relacionado com a maior ou menor liquidez de capital dentro do sistema e tem a ver com as diferentes fases do ciclo econômico. Nos períodos críticos, quando a disponibilidade de capitais diminui, este poder hegemônico se faz sentir mais claramente. Países e empresas em condições de alto endividamento necessitando renovar urgentemente seus créditos estão submetidos de forma mais intensa aos constrangimentos dessas instituições financeiras (MINELLA, op. cit., p. 249).

Mas a hegemonia financeira, como já mencionado, não é algo que, uma vez estabelecido, tende a se consolidar. Além dos períodos de oferta abundante de capital, as inovações e a liberalização financeiras exerceram uma forte pressão no sentido de arrefecer essa hegemonia, pois permitiram às empresas não-financeiras captar recursos diretamente no mercado. Então, além dos mecanismos tradicionais de captação de recursos (operações de crédito e bolsa de valores), as quais pressupunham a intermediação das instituições financeiras, desenvolveu-se um mercado de títulos privados e estatais, o qual permitiu que as empresas não-financeiras buscassem os recursos de que necessitavam sem precisar recorrer aos bancos ou a outros agentes financeiros. Isso ocasionou, de acordo com Plihon (1998), o enfraquecimento da função clássica dos bancos, pois o aparecimento das “finanças diretas”, no início da década de 1980, implicou na geração de um processo de desintermediação bancária.

Entretanto, o contínuo desenvolvimento de inovações financeiras e a intensificação do processo de liberalização financeira, articulados com a auto-redefinição das funções dos bancos, colocaram essas instituições novamente na condição de poderem exercer a hegemonia financeira. De fato, o “desenvolvimento de novas formas de financiamento passou a ter a presença ativa dessas instituições” (MINELLA, op. cit., p. 250), cuja fonte de poder se baseia na grande quantidade de recursos que administram, os quais são compostos de recursos próprios e de terceiros, sendo que os últimos são formados por recursos dos fundos de pensão e dos fundos de investimento.

Por outro lado, os países endividados também são submetidos aos constrangimentos característicos da hegemonia financeira através da ação de organismos financeiros como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. O Brasil, por exemplo, para contornar um grande desequilíbrio nas contas públicas, causados por fatores exógenos e por uma extraordinária dívida pública, se submeteu às condições que o FMI impôs para conceder um empréstimo.

No Governo FHC, em função da política econômica baseada na manutenção da taxa de juros em patamares elevados, do câmbio regulado, da abertura comercial e financeira e dos abalos no sistema financeiro internacional, o país entrou numa rota de crise cambial, revelada pelo próprio governo.

Em agosto de 1998, a moratória russa trouxe novas turbulências ao sistema financeiro internacional. Desta vez, as conseqüências foram maiores para a economia brasileira, levando à adoção de pesadas medidas de natureza fiscal. Um programa de ajuda financeira internacional ao país, no valor de US\$ 41 bilhões, foi elaborado com a participação do FMI, BIRD, BID, Banco do Japão e BIS (Relatório do Banco Central do Brasil, 1998, p. 167).

Depois do pacote salvador formalizado através de um acordo do Brasil com o FMI, como tantos outros na história do país, sucedeu-se outro de montante equivalente já no final do Governo FHC.

Apesar da necessidade desses recursos, não é demais esclarecer as condições sob as quais foram firmados esses contratos. De acordo com o FMI (Informe Anual do FMI, 1999, p. 82), a contrapartida do país à “operação financeira de salvamento” incluía cortes no orçamento, privatizações, geração de superávits primários com vistas à redução ou

estabilização da relação dívida/PIB e reformas estruturais, tais como a da previdência e a tributária.

É importante observar que os cortes no orçamento, da mesma forma que tantos outros na história recente do país, não atingiram os juros da dívida. A medida afetou muitos programas sociais, mas não teve nenhum impacto nos juros que o país deverá pagar aos credores, pois o superávit primário, maior a cada ano, como pode ser visto no Gráfico 2, tem como principal objetivo garantir o pagamento dos juros, o que faz parecer que o dinheiro da dívida é sagrado ou, usando a terminologia de Zelizer (1997), é um “dinheiro marcado”.

Porém, há uma diferença entre o enfoque dessa autora e a abordagem pretendida nesta pesquisa, pois ela se referia a uma “marcação” baseada em relações sociais, especificamente por redes particulares de relações sociais, isto é, o dinheiro reservado para os gastos cotidianos, poupança, mesada dos filhos, etc., e não a uma “marcação política” de parte dos recursos públicos, os quais estariam reservados para o pagamento de juros.

Essa “marcação” ganha corpo na tecnocracia do governo principalmente no primeiro escalão, pois grande parte dos seus membros foi socializada no *éthos* liberal, e, ao mesmo tempo, é assimilada pela classe dominante, que passa a reproduzir a idéia de que os contratos devem ser honrados em qualquer circunstância. Portanto, em hipótese alguma os ajustes no orçamento devem comprometer o pagamento dos juros da dívida. Assim, o governo pode ter como meta a redução da pobreza, o estímulo à indústria ou uma política ativa de emprego, mas tudo isso deve ser feito sem comprometer o pagamento dos juros. Prevalece a visão dos teóricos do mercado de que essa é uma premissa básica para a sobrevivência, pois, se isso não for feito, a dívida crescerá muito em relação ao PIB, e a economia do país poderá entrar em colapso, trazendo consigo o desemprego em massa e a alta da inflação.

Por outro lado, convém deixar claro que a imposição de políticas pelo FMI, mencionada anteriormente, não é tão nítida como parece ser. Na verdade, apesar de ser forte, a influência do Fundo é muito sutil. Ao longo da relação do Brasil com essa instituição, foram criados canais de influência que possibilitaram ao FMI “opinar” sobre as decisões da política macroeconômica brasileira.

O primeiro canal de influência é exercido através do monitoramento da economia. Periodicamente, os técnicos do Fundo visitam o país para avaliar as perspectivas de curto prazo da economia e fazer recomendações de melhoria. O papel de monitorar e supervisionar,

realizado pelo Fundo, tem como objetivo estabelecer padrões de conduta para a política fiscal, política monetária e supervisão financeira. Ao desempenhar esse papel, o Fundo busca se fortalecer para assumir uma função de protetor do fluxo internacional de capitais. Isso daria à instituição um poder de influência independente do efetivo uso de recursos em pacotes de socorro, o que certamente ampliaria os impactos das suas proposições (CARDIM DE CARVALHO, 2003, p. 13-14).

O segundo canal de influência se constitui na intervenção direta do FMI. Quando um país solicita ajuda do Fundo para superar crises de balanço de pagamento, a instituição passa a intervir diretamente no processo de decisão político-econômica através de instrumentos políticos caracterizados por um contrato financeiro e pelas conhecidas cartas de intenções.

No contrato financeiro, “o país em crise compra do Fundo uma quantidade de moeda estrangeira (calculada em *Direitos Especiais de Saque*, unidade de conta empregada pelo FMI), com o compromisso de revendê-la de volta à instituição um certo tempo mais tarde” (CARDIM DE CARVALHO, op. cit, p. 15). Além da taxa de juros, das condições de pagamento e prazo, são registradas nesse contrato, as exigências formais que o Fundo faz ao tomador pela concessão do empréstimo.

A Carta de Intenções é mais importante do que o contrato financeiro, pois nesse instrumento as imposições do FMI aparecem como adesão voluntária do país tomador do empréstimo, o que acaba, de certa forma fortalecendo politicamente o Fundo e tornando mais difícil uma crítica em torno de imposições por parte dessa instituição. Essa carta de intenções é, na verdade,

uma declaração *unilateral* do governo que pede auxílio, expondo ao Fundo quais políticas pretende adotar para promover o ajuste de suas economias, que permitirão recuperar o equilíbrio de seu balanço de pagamentos e saldar o empréstimo feito pelo FMI. Essa declaração, chamada de *Carta de Intenções*, é endereçada ao Fundo e assinada pelos representantes do país, seu ministro das finanças e o presidente do seu banco central. Nessa carta são estabelecidas as *condicionalidades* em termos de políticas econômicas e , agora, de reforma estrutural, que acompanham a concessão de empréstimo. Essas condicionalidades são impostas pelo Fundo, *mas, formalmente, não são acordos nem contratos, são oferecimentos feitos unilateralmente pelo governo tomador de recursos*. Teoricamente, o FMI não tem responsabilidade sobre as políticas, porque elas são decididas pelo tomador, ainda que na prática a negociação em torno das condicionalidades seja sempre a parte mais

difícil de toda a negociação do empréstimo, chocando-se, em geral, as tentativas (na maior parte dos casos, inúteis) dos tomadores de preservar alguma independência sem perder o acesso aos recursos, com a geralmente rígida postura do Fundo com relação à adoção das políticas que julga adequadas (CARDIM DE CARVALHO, op. cit., p. 15-16).

Além dos canais de influência, existe um outro fator que pode fazer com que o país aceite as condições impostas pelo Fundo. Trata-se da urgência do relacionamento. Essa urgente necessidade de recursos de um lado articula-se com a condição confortável do Fundo da seguinte forma: “[...] de um lado um país em busca desesperada de recursos, para o qual qualquer demora pode ser fatal, e de outro uma instituição que não tem qualquer pressa em fechar um acordo que não lhe agrade” (idem).

Como no cumprimento das condicionalidades previstas nos acordos com o FMI “era importante que os países assumissem como suas as políticas que, na verdade, eram exigidas pelo Fundo” (CARDIM DE CARVALHO, op. cit., p. 17), se desenvolveu uma prática de apropriação dessas políticas. Essa prática política está respaldada no conceito de “apropriação de políticas” (*ownership*), um conceito desenvolvido pelo FMI e pelo Banco Mundial com o objetivo de tornar mais eficazes os instrumentos a sua disposição, através da adesão dos países tomadores às suas políticas.

Desta forma, a preocupação em fazer com que os países se apropriassem das suas políticas era justificável, uma vez que:

Na maioria dos casos, o conflito entre a inclinação do Fundo em controlar o processo de ajuste dos países beneficiários de sua ajuda e a vontade deste em adotar políticas diversas daquelas favorecidas pelo *staff* do FMI mostrou-se insolúvel. O Brasil, de certa forma, mostrou-se uma exceção a essa regra. A orientação reformista-liberalizante da administração F. H. Cardoso não dependia da exigência do Fundo. No caso brasileiro, portanto, o conceito de apropriação mostrou-se eficaz, permitindo ao Fundo alcançar ganhos políticos importantes pela disposição das autoridades em declarar como seus os objetivos políticos do FMI e, assim responder às críticas de ingerência indevida em políticas domésticas (CARDIM DE CARVALHO, op. cit., p. 19).

A despeito da possível imposição do FMI e dos problemas que a economia poderia ter, segundo os analistas do mercado, se porventura os mandamentos da visão liberal não fossem seguidos, o que está em questão é o poder das instituições que controlam o fluxo de capitais.

Está cada vez mais claro que o governo se tornou refém dessas instituições, na medida em que é obrigado a remunerar os títulos públicos com uma taxa de juros cada vez mais alta, sem o que o refinanciamento da dívida entraria numa rota de crise.

Entretanto, ao proceder dessa forma, o governo está alimentando um gigante que tende a acelerar o seu crescimento e a drenar uma parcela crescente das receitas públicas. Esta é a razão do enorme esforço fiscal que vem sendo feito desde o Governo FHC. Mas o superávit fiscal não está revertendo a situação, pois, mesmo para um superávit primário anual superior a 4% do PIB, a conta ainda não fecha, já que o serviço da dívida consome anualmente o equivalente a aproximadamente 9% do Produto. Portanto, o que a política fiscal faz por um lado através do ajuste fiscal, a política monetária desfaz por outro mediante a elevação dos juros e, conseqüentemente, da dívida interna.

Os elementos apresentados até aqui mostram a estrutura da dívida pública interna a partir das carteiras de títulos públicos federais de 10 grandes bancos, as quais correspondem a mais de 30% do total e são constituídas, na sua maior parte, por ativos com alta rentabilidade e liquidez. Essa dívida está concentrada nas mãos de um número reduzido de atores (os bancos que operam no Brasil detém 70% dos títulos da dívida pública), os quais exercem uma hegemonia financeira em razão de, por um lado, controlarem grande parte dos recursos financeiros que circulam na economia, e por outro, em função da necessidade de o governo de contar com esses recursos para poder financiar o seu déficit.

Contudo, para entender melhor o poder dos bancos, é necessário pensá-los em um contexto maior, o que pressupõe incorporar na análise a relação dessas instituições com o Estado. De acordo com Minella (op. cit., p. 250), existem duas tendências na relação do Estado com o universo financeiro contemporâneo que repercutem direta ou indiretamente sobre as finanças públicas. A primeira tendência está relacionada com fatores institucionais e operacionais que favorecem a hegemonia financeira e, por conseqüência, o poder das instituições e grupos financeiros. Em outra direção, existem alternativas que podem diminuir e até mesmo eliminar a possibilidade da hegemonia financeira.

Não focalizamos a possibilidade de arrefecimento da hegemonia financeira porque, nas últimas décadas, a política econômica adotada tem favorecido as instituições financeiras, principalmente no que se refere à geração de condições para a obtenção de grandes lucros. Talvez seja conveniente apenas mencionar que, atualmente, o enfraquecimento da hegemonia

financeira poderia acontecer, por um lado, através do desenvolvimento de inovações e canais no mercado financeiro que possibilitassem às empresas não-financeiras buscar recursos diretamente no mercado e, por outro, pela criação e implementação de mecanismos de regulação, pelo Estado, da atividade das instituições financeiras no sentido de, por exemplo, amenizar a brutal concentração do capital em poucas instituições.

Neste aspecto, trabalhamos com alguns indicadores que mostram um pouco mais do universo empresarial, particularmente no que se refere à ação organizada destes visando à defesa dos seus interesses. É neste sentido que passamos a explorar um pouco as associações de classe, a ocupação de cargos estratégicos no governo e o financiamento de campanhas como variáveis importantes para a formação de um contexto no qual os interesses empresariais são protegidos. Neste caso particular, trata-se de perceber como esses indicadores podem ajudar a explicar como as instituições financeiras, notadamente as 10 selecionadas nesta pesquisa, se comportam em relação à dívida pública da qual são os maiores proprietários, principalmente no que se refere à criação de condições que lhes garanta a obtenção de grandes lucros, liquidez e, ao mesmo tempo, proteja os seus ativos financeiros da desvalorização.

4. OS BANQUEIROS, SUAS ORGANIZAÇÕES E SUAS RELAÇÕES COM O ESTADO

Sabe-se que o poder do empresariado e, em especial, o do empresariado financeiro está relacionado ao aspecto econômico, porém essa variável considerada isoladamente pode estar sujeita a restrições impostas pelo poder regulador do Estado. Nesse sentido, é natural que os empresários procurem estabelecer uma rede de relações políticas com o objetivo de garantir a realização dos seus interesses corporativos. É provável que seja por essa razão que eles ocupam posições estratégicas no Estado, se organizam em associações de classe, financiam candidatos identificados com os seus interesses e utilizam os meios de comunicação de massa para transmitir sistematicamente a sua visão de mundo, tentando legitimar suas aspirações junto à sociedade, o que pode lhes consolidar como classe hegemônica nessa mesma sociedade.

O conceito de hegemonia está referenciado em Gramsci, o qual argumenta que a elevação de uma classe social à condição de classe hegemônica “não reside na violência da classe dominante ou no poder coercitivo do seu aparelho de Estado, mas na aceitação por parte dos dominados de uma concepção de mundo que pertence aos seus dominadores” (FIORI, 1970 *apud* CARNOY, 1998, p. 93-94). Isso não significa que se deva afastar a hipótese de coerção através do Estado, pois se por um lado “a classe dominante conquista o consentimento para sua dominação social através da hegemonia na sociedade como um todo, [por outro], exerce a dominação através do controle dos aparelhos coercitivos do Estado” (CARNOY, 1998, p. 99).

Contudo, a essência dessa noção está na existência de um certo acordo tácito entre as classes dominantes e subordinadas. Nesse sentido, pode-se extrair dois significados centrais do conceito gramsciano de hegemonia. Em primeiro lugar,

é um processo na sociedade civil pelo qual uma parte da classe dominante exerce o controle, através de sua liderança moral e intelectual, sobre outras frações aliadas da classe dominante [...] ela não impõe sua própria ideologia ao grupo aliado²⁵; mas antes representa um processo politicamente transformativo e pedagógico, pelo qual a

²⁵ Essa abordagem sugere que a classe dominante não é coesa, isto é, há a existência de conflitos entre os interesses dos indivíduos que a compõem. Sobre este enfoque ver o item “Associações de Classe”.

classe (fração) dominante articula um princípio hegemônico, que combina elementos comuns, extraídos das visões de mundo e dos interesses dos grupos aliados. (CARNOY, op. cit., p. 95).

O segundo significado tem a ver com a relação entre as classes dominantes e as subordinadas. Nesse sentido, “a hegemonia compreende as tentativas bem-sucedidas da classe dominante em usar sua liderança política, moral e intelectual para impor sua visão de mundo como inteiramente abrangente e universal, e para moldar os interesses e as necessidades dos grupos subordinados” (idem).

Obviamente, o sucesso da classe dominante depende da maneira como são desenvolvidas as suas ações. Neste caso, certamente uma ação organizada aumenta significativamente a possibilidade da realização dos seus interesses. É neste aspecto que as entidades de representação de classe são vitais, pois é através delas que a ação dos empresários individuais pode ser conduzida de maneira organizada, o que potencializa a possibilidade de êxito.

4.1 AS ASSOCIAÇÕES DE CLASSE

Um dos principais aspectos constitutivos dessa rede de relações políticas é a organização do setor privado em associações de classe. Deste modo, a ação do setor privado para garantir os seus interesses corporativos se dá de maneira organizada. Segundo um estudo de Domnhoff sobre os Estados Unidos,

os capitalistas se articulam duplamente através de uma origem de classe comum, o que inclui uma socialização própria através de clubes, escolas, casamentos cruzados, etc., mas principalmente através de entidades representativas que se relacionam de inúmeras formas com os aparelhos de Estado influenciando as políticas públicas. (MARQUES, 1997, p. 72).

Este é o sentido da existência de entidades como a Federação Nacional dos Bancos – FENABAN, da Federação Brasileira de Associações de Bancos – FEBRABAN, da Confederação Nacional das Instituições Financeiras – CNF, da Associação Brasileira dos Bancos Comerciais – ABBC, e da Associação Brasileira dos Bancos Internacionais – ABBI.

A FENABAN foi criada em setembro de 1966 para defender os interesses dos sindicatos de bancos de diversos Estados. Essa entidade tem como papel preponderante a interlocução com as representações sindicais dos trabalhadores bancários. A FEBRABAN surgiu em 1967 e tem como um dos principais objetivos a defesa dos interesses dos bancos em assuntos gerais do setor. Essa entidade, de acordo com Passos (2001, p. 75), tinha 90% do setor bancário em seu quadro de associados, o que correspondia a 129 bancos. A ABBC foi criada em 1985 para representar os pequenos e médios bancos e, finalmente, a ABBI surgiu em 1988 com o propósito de defender os interesses dos bancos estrangeiros. A CNF, fundada em dezembro de 1985, representa todo o sistema financeiro nos campos institucional e político. No entanto, em razão de representar os bancos, os quais se constituem no maior segmento dentro do sistema financeiro, é a FEBRABAN que exerce de maneira mais direta o exercício da defesa dos interesses dos banqueiros, tanto que, como mostram os dados relativos ao período 1994-2002 (Quadro 2), os 10 bancos selecionados nesta pesquisa, principalmente os privados, participaram da sua direção durante quase todo esse período.

Quadro 2 – Bancos Selecionados: Participação na Diretoria Executiva da FEBRABAN

Banco	1994	1996	1998	1999	2000	2001	2002
ABN Amro	D ⁽¹⁾	D ⁽¹⁾	VP ⁽¹⁾	D ⁽¹⁾	D ⁽¹⁾	VP	VP
Banco do Brasil	-	-	D	D	D	DG	DG
Bradesco	D	D	D	D	D	VP	D
Caixa	-	-	D	D	D	-	-
Citibank	-	D	D	D	D	-	D
HSBC	P ⁽²⁾	P ⁽²⁾	D	D	D	-	D
Itaú	VP	VP	P	P	P	D	D
Safra	D	D	D	D	D	-	D
Santander	-	-	-	-	-	-	D ⁽³⁾
Unibanco	D	D	VP	VP	VP	P	P

Fonte: Relatório FEBRABAN 1994-2002, elaborado por Miranda (2005) e adaptado pelo autor.

⁽¹⁾Banco Real; ⁽²⁾Bamerindus; ⁽³⁾Banespa

Siglas: D = Diretor, DG = Diretor Geral, P = Presidente, VP = Vice-Presidente

As associações de classe dos empresários sempre tiveram um papel ativo na ação junto ao Estado e na interlocução com a sociedade. É isso o que mostram as pesquisas de Costa (2003), Couto (1998) e Diniz e Boschi (2000). A ação dos empresários junto ao Estado, de modo a defenderem os seus interesses corporativos, se dá de diversas formas. Em alguns momentos, isso aparece de maneira mais nítida no Executivo, noutras no Legislativo. Para tanto, participam direta ou indiretamente de cargos executivos ou legislativos, exercitam ativamente os *lobbies* através de suas associações, consultorias ou até mesmo individualmente com as suas empresas. Também têm um peso relativo os institutos liberais, os quais foram criados para, entre outros fins, formular políticas que pudessem implicar numa atuação do Estado que pudesse resultar em desenvolvimento para o universo empresarial.

Diniz e Boschi (2000) mostram que, ao longo do tempo, essa atuação foi focalizada ora no Executivo, ora no Legislativo. De acordo com esses autores,

O cerne da atuação do empresariado industrial brasileiro esteve voltado para o Executivo, mormente na direção de agências da burocracia voltadas à formulação e implementação de políticas econômicas, sobretudo as políticas industriais setoriais. Esse padrão perdurou ao longo do processo de industrialização dirigido pelo Estado, sendo bastante intensificado durante a vigência de governos autoritários. Mais recentemente, face à crise e desarticulação do modelo estatal desenvolvimentista e à instauração de uma ordem democrática no país, o Legislativo veio a readquirir centralidade no processo político [...] no que se refere aos empresários, essa participação assumiu forma não só através da representação no Congresso, dando continuidade a uma tendência histórica, como também pela via dos *lobbies* e do exercício de formas variadas de influência. (p. 49).

Se no Executivo privilegiava-se a participação na direção das agências da burocracia, no Legislativo a prática dos *lobbies* assume a centralidade. Individualmente ou através das suas associações de classe e de consultores especializados nessa prática, os empresários passaram a exercer pressão sobre os parlamentares individualmente ou sobre as comissões especiais que, em determinados momentos, estavam discutindo projetos de lei que teriam impacto sobre os seus negócios. Nesse sentido, de acordo com a pesquisa acima, “os mecanismos que regem a atuação dos *lobbies* no Congresso tendem a ser variados, incidindo

tanto sobre os congressistas individualmente quanto sobre determinadas comissões, como a Comissão Geral, a CCJ²⁶ e a CAE²⁷” (DINIZ e BOSCHI, op. cit., p. 78).

Convém chamar a atenção para o fato de que os empresários, ao articularem os seus interesses através de uma ou mais associações de classe e inclusive individualmente, demonstram a existência de um conflito de interesses entre eles. Em outras palavras, o setor empresarial não se constitui num bloco monolítico e coeso, no qual estão harmonizados todos os seus interesses particulares. A existência de uma relação conflitiva entre os empresários já foi abordada por Poulantzas em *Political Power and Social Classes*, no qual discute o Estado como elemento aglutinador dos diferentes interesses dessa mesma classe. Para aquele autor “o Estado funciona a fim de organizar as classes dominantes e reduzir a concorrência entre elas” (CARNOY, 1988, p. 135). Embora a abordagem desse autor tenha sido desenvolvida com a finalidade de construir uma Teoria do Estado, ela serve para deixar clara uma realidade de choque de interesses no mundo empresarial.

Contudo, é Friedberg que oferece uma visão mais precisa sobre as organizações dos banqueiros. Para aquele autor elas devem ser entendidas como:

um conjunto no qual se opõe e se confronta toda uma multiplicidade de racionalidade cuja convergência nada tem de espontâneo. **Para este autor, a visão da organização é complexa e conflitual (Sic), estando longe de se apresentar como** (Grifo do autor) [...] um conjunto de engrenagens e de mecanismos organizados e postos em movimento unicamente pela racionalidade. Também não é um conjunto natural, cujas necessidades e imperativos funcionais de sobrevivência e de adaptação assegurariam como que por milagre os ajustes necessários entre os elementos constitutivos. Mas sim se constitui como um instrumento de cooperação entre interesses conflituais (Sic) (FRIEDBERG, 1999 *apud* PASSOS, op. cit., p. 74)

Mas se o Estado pode ser visto, por um lado, como um elemento catalisador dos interesses empresariais, por outro lado, deve-se explicitar o seu poder de regulação desses interesses. É certo que os grupos econômicos e financeiros podem se constituir em *locus* de poder e, em muitos casos, rivalizar com o poder do Estado. Isso se torna possível em grande medida porque a concentração do capital e o controle sobre os fluxos de capitais podem garantir uma força a esses grupos capaz de vetar decisões de regulação pública e relativizar o poder do Estado.

²⁶ Comissão de Constituição e Justiça.

²⁷ Comissão de Assuntos Econômicos.

Entretanto, o poder desses grupos também deve ser relativizado, pois eles dependem da ação do Estado em muitos aspectos da sua atividade econômica. Conforme Portugal Jr. (1994, p. 56-57), dependem do papel assumido pelos fundos públicos na capitalização e no financiamento dos grupos econômicos; da política governamental de ciência e tecnologia (centros de pesquisa e universidades), a qual é fundamental para a manutenção e para a ampliação do poder competitivo desses grupos; da legislação trabalhista, das normas de proteção ao meio ambiente, das leis antitrustes²⁸, das barreiras comerciais e do controle sobre acordos com outras empresas; e da participação direta do Estado na atividade produtiva, a qual contribui para que órgãos paraestatais e empresas públicas se elevem como grupos de pressão. Então, se os empresários podem influenciar e pressionar o Estado para que sejam implementadas políticas que possa lhes favorecer, o Estado, por sua vez, também pode constranger a atividade empresarial, tanto pela via do financiamento quanto pelo seu poder de regulação.

Embora até o final dos anos 80 do século passado as lideranças empresariais do setor industrial tenham sido historicamente as mais expressivas, na década de 1990, passaram a se destacar líderes empresariais oriundos do sistema financeiro. Esse é um dos resultados da pesquisa de Diniz e Boschi (op. cit., p. 42-44), na qual se verificou que, de 1979-89, das lideranças empresariais mais votadas no Fórum da Gazeta Mercantil, ocorreu uma inversão na composição conforme a origem de atividade. Enquanto em 1979, entre os 11 mais votados, 8 eram industriais, em 1989, dos 22 mais votados, apenas 11 eram industriais, passando a ter relevância a participação dos empresários do setor financeiro.

Certamente essa configuração é relevante para explicar a pressão do sistema financeiro pela privatização dos bancos estatais e, principalmente, pela permissão da participação dos bancos estrangeiros nesse processo. Embora a presidência da principal associação dos bancos brasileiros – a FEBRABAN, geralmente tenha sido exercida por representantes dos grandes

²⁸ “Conjunto de leis promulgada nos Estados Unidos, para restringir a ação de certas grandes empresas. Iniciou-se em 1890 com a aprovação da lei Sherman, que tornava ilegais os contratos e combinações monopolistas para o controle do comércio interno e exterior. Em 1914, as restrições foram ampliadas pela lei Clayton, que proibia a imposição de preços monopolistas para eliminar concorrentes e a concentração de empresas de um ramo sob uma mesma direção. Na Europa, os instrumentos jurídicos antimonopolistas só foram aprovados depois da Segunda Guerra Mundial. Na prática, às vezes essas leis têm sido inócuas: os grandes trustes do petróleo e do fumo, por exemplo, foram dissolvidos por ocasião da Lei Scherman, mas se reconstituíram posteriormente. No Japão, esta legislação foi criada em 1947 com a dissolução dos Zaibatsu” (SANDRONI, 2001, p. 333).

Truste significa um “tipo de estrutura empresarial na qual várias empresas, já detendo a maior parte de um mercado, combinam-se ou fundem-se para assegurar esse controle, estabelecendo preços elevados que lhes garantam elevadas margens de lucro” (SANDRONI, op. cit., p. 616).

bancos nacionais, havia um certo consenso quanto às fusões, incorporações e privatizações com a participação dos bancos estrangeiros. O representante do Bradesco – gestão 1992-1994, considerava as fusões “como um caminho natural da consolidação do setor, estimulado ainda pela privatização dos bancos públicos estaduais” (PASSOS, op. cit., p. 78).

O representante do Bamerindus – gestão 1995-1997, que não cumpriu todo o mandato em razão da intervenção do Banco Central em seu banco em 1997, demonstrou um alinhamento com a política liberal de reforma do Estado, a qual visava, entre diversos objetivos, à saída do Estado do sistema financeiro. Para esse dirigente, embora o governo devesse analisar as fusões e incorporações dos bancos privados caso a caso, este deveria vender rapidamente os bancos estaduais. Para ele, “o governo tem que se dedicar às suas funções primordiais: saneamento, saúde pública, educação e segurança” (PASSOS, op. cit., p. 79).

Já o presidente da entidade, oriundo do Itaú – gestão 1998-2000, além de defender a privatização,

não demonstrou muita preocupação em relação à internacionalização, mesmo com a transferência da maior parte do Bamerindus ao banco britânico – HSBC. Para o novo presidente a internacionalização é apenas metade de um ciclo, que deve estimular a competição, podendo ser ampliada nas privatizações de bancos estaduais. Esta posição nos faz deduzir que para este banqueiro a internacionalização teria um alcance reduzido, dependendo em maior grau das privatizações. Dessa forma ele afirma: Passamos metade do ciclo (referindo-se à presença de capitais externos) e acredito que, entre os bancos privados, as grandes alterações já foram feitas. Mas ainda restam os bancos estaduais e a definição de como eles vão ser privatizados. (PASSOS, op. cit., p. 80).

Entretanto, com a venda do Banco Real em 1998 para o banco holandês ABN Amro, essa postura favorável ou indiferente quanto à desnacionalização do sistema não se manteve. Preocupados com o avanço dos bancos estrangeiros no país, cuja participação cresceu mais do que o esperado, um dos vice-presidentes da FEBRABAN declarou na imprensa, em agosto de 1998, esperar que o governo mantivesse sob o controle do capital nacional pelo menos os três maiores bancos privados brasileiros. Embora a pressão da FEBRABAN pela adoção de restrições à participação dos bancos estrangeiros na privatização do maior banco estadual do país – Banespa – não tenha sido feita publicamente para não demonstrar a fragilidade dos bancos privados na concorrência que se estabeleceria no mercado, a qual poderia consolidar

um melhor posicionamento dos bancos estrangeiros no sistema financeiro nacional, os grandes banqueiros brasileiros desencadearam uma série de ações para tentar evitar a desnacionalização do Banespa (PASSOS, op. cit., p. 80-82).

Uma dessas ações foi a tentativa de viabilizar uma linha de crédito do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, para aumentar o potencial dos bancos nacionais que participariam do leilão do banco paulista (Bradesco, Itaú e Unibanco). Essa posição foi defendida pelo presidente da FEBRABAN, em abril de 2000, em uma sessão da Câmara dos Deputados, na qual utilizou como centro de sua argumentação a idéia de que “os bancos estrangeiros tinham acesso a recursos mais abundantes, baratos e de longo prazo, portanto, a ajuda do BNDES seria importante para os nacionais” (PASSOS, op. cit., p. 83). Em que pese a pressão dos banqueiros brasileiros, o governo federal não modificou as regras dos leilões de privatização dos bancos estaduais para restringir a participação dos bancos internacionais, tampouco disponibilizou crédito do BNDES para facilitar a participação dos bancos nacionais nesse processo.

Os bancos estrangeiros, por sua vez, tentaram criar um ambiente propício para um posicionamento de maior envergadura no mercado financeiro brasileiro. Através da imprensa, tentaram dialogar com a sociedade, passando a sua visão sobre o desenho que deveria ter o sistema financeiro brasileiro, com a qual esperavam quebrar possíveis resistências à sua participação nas privatizações e nas fusões e incorporações. Para eles, o aumento da participação dos bancos estrangeiros no Brasil, a exemplo do que aconteceu nos Estados Unidos, só traria benefícios, pois a centralização do capital conduziria esse setor para um elevado grau de eficiência nas operações, o que garantiria a solidez para todo o sistema. Isso ficou claro pelas palavras do Diretor-Presidente do Citibank no Brasil em 1995, Alcides Amaral, que declarou:

não há como negar que temos bancos demais e que algo precisa ser feito [...] e também mais vale a participação secundária numa instituição financeira forte, maior e saudável do que a participação majoritária numa organização de perspectivas sombrias [...] o avanço do capital estrangeiro [...] veio na hora certa para evitar risco sistêmico com bancos em dificuldades. (PASSOS, op. cit., p. 84).

De um espectro mais amplo trata-se de um “exercício político” para “ganhar” a opinião pública, pois tudo indica que é com essa finalidade que os representantes dos bancos e dos grupos econômicos “utilizam” sistematicamente os principais veículos de comunicação

para dialogar com o público formador de opinião. Muito embora seja visível que estejam trabalhando para defender os seus interesses, estes se apresentam como defensores dos interesses de toda a população, dentro da lógica de que as suas propostas são as melhores que a sociedade pode ter. Esses elementos podem estar sustentando a “elaboração de uma ideologia concebida para ocultar ou disfarçar os interesses do capital financeiro no processo global de acumulação e ajuste, e apresentá-los como voltados para o interesse da humanidade em geral” (PETRAS e VELTMEYER, 2000, p. 102).

Por outro lado, deve-se perceber que a desnacionalização do sistema financeiro é um processo que está intimamente ligado ao advento da globalização financeira. Nesse processo, associações de bancos passaram a ser um fórum privilegiado para articular os interesses dos banqueiros, principalmente para os bancos estrangeiros, pois “através de sua participação em órgãos que ganham status público na estrutura de representação de interesses, podem de alguma forma interferir na dinâmica dos sistemas financeiros locais” (MINELLA, 2003, p. 264).

O acesso às informações privilegiadas do sistema financeiro dos diferentes países e a possibilidade de, através das associações de classe, exercerem pressão sobre o Estado na implementação de políticas que possam favorecer o sistema financeiro parecem ser fortes razões para que grandes bancos estrangeiros estendam seus tentáculos na direção dessas entidades. Na América Latina, em 2000, de 212 casos considerados na pesquisa de Minella (op. cit., p. 259-260), os bancos estrangeiros ocupavam 101 cargos (48%). Esse percentual chegava a 55% se fossem levados em consideração os 14 bancos associados ao capital estrangeiro. Para o caso brasileiro, do total de cargos em nível de direção em quatro associações de bancos, 39% estavam sob o controle de bancos estrangeiros, chegando a 53% se somados aos cargos relativos aos bancos associados ao capital estrangeiro. Convém mencionar que a ABBI não foi incluída, pois o fato de os 18 cargos da direção serem ocupados exclusivamente por bancos estrangeiros poderia superestimar a participação dos desses bancos. Para esse mesmo ano, o Quadro 3 mostra a participação simultânea dos bancos estrangeiros, que compõem a amostra desta pesquisa, na direção de diferentes associações de bancos da América Latina, reforçando a idéia de formação das redes transassociativas mencionadas anteriormente.

Quadro 3 – Bancos Selecionados: Participação na Direção das Associações de Bancos na América Latina em 2000

Banco	País	Associação de Bancos	Cargo Ocupado		
ABN Amro	Brasil	ABBI	VP		
		FEBRABAN	D		
	Bolívia	ASOBAN	D		
	Colômbia	FELABAN	P, VP		
	Paraguai	ABP	D		
	Uruguai	ABU	D		
	Venezuela	ABV	D		
Citibank	Argentina	ABA	VP		
		ABBC	VP		
	Brasil	ABBI	DT		
		ANBID	DT, S		
		ANDIMA	D		
		FEBRABAN	D		
		Chile	ABIFC	VP	
		Colômbia	ASOBANCARIA	JD	
		Costa Rica	ABC	D	
		República Dominicana	ABCRD	D	
		Venezuela	ABV ⁽¹⁾	D	
		HSBC	Argentina	ABA	D
				ANBID	D
Brasil	FEBRABAN		D		
	Uruguai		ABU	S	
Santander	Venezuela	ABV	D		
		Argentina	ABA ⁽²⁾	D	

Fonte: Minella (2003, p. 266).

⁽¹⁾Através do Banco Provincial (BBV de Venezuela)

⁽²⁾Através do Banco Rio de la Plata

Siglas das Associações: ABA (Asociación de Bancos de la Argentina), ABBC (Associação Brasileira de Bancos), ABBI (Associação Brasileira de Bancos Internacionais), ABC (Asociación Bancaria Costarricense), ABCRD (Asociación de Bancos Comerciales de la República Dominicana), ABIFC (Asociación de Bancos e Instituciones Financieras de Chile), ABP (Asociación de Bancos del Paraguay), ABU (Asociación de Bancos Del Uruguay), ABV (Asociación Bancaria de Venezuela), ANBID (Associação Brasileira de Bancos de Investimento e Desenvolvimento), ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto), ASOBAN (Asociación de Bancos Privados de Bolívia), ASOBANCARIA (Asociación Bancaria y de Entidades financieras de Colombia), FEBRABAN (Federação Brasileira de Associações de Bancos), FELABAN (Federación Latinoamericana de Bancos).

Siglas dos cargos: D = Diretor, DT = Diretor Técnico, JD = Junta Diretiva, P = Presidente, S = Secretário, VP = Vice-Presidente.

Assim, pode-se dizer que as mudanças ocorridas no sistema financeiro brasileiro têm a ver com o fortalecimento do neoliberalismo, implementados com maior força no Brasil a partir do Governo Collor, entretanto, a reestruturação desse sistema só pode ser explicada se forem levadas em conta as ações dos banqueiros através de suas associações de classe. Afinal, foram elas que tornaram possível a aquisição de conhecimento sobre as particularidades do

sistema financeiro brasileiro e a construção de canais de interlocução, principalmente junto ao Estado.

4.2 A OCUPAÇÃO DE CARGOS EM ÓRGÃOS ESTATAIS ESTRATÉGICOS

Nas últimas décadas, parece ter se tornado uma “tradição” que os cargos da alta administração pública associados com o mundo das finanças sejam ocupados por pessoas que tenham tido uma passagem pelas escolas da linha dura da teoria econômica monetarista, ou por ex-executivos de instituições financeiras.

Isso pode estar ligado ao desejo daqueles que controlam o fluxo de capital em nível internacional garantirem um ambiente macroeconômico seguro para os seus investimentos, o que é mais fácil de se conseguir quando cargos da alta administração pública são ocupados por homens de confiança do mercado. Portanto, para que os interesses das instituições financeiras possam ter um tratamento privilegiado no Estado, é importante “a participação direta dos empresários financeiros ou dos seus representantes em órgãos estatais estratégicos de decisão e implementação, especialmente de políticas econômico-financeiras” (MINELLA, 2003, p. 253).

A ocupação desses espaços de decisão no Estado torna-se ainda mais importante para os empresários se considerarmos que o crescimento da burocracia é uma das características mais marcantes da vida contemporânea. Em razão da criação de inúmeras instâncias administrativas no Estado Moderno (ministérios, bancos centrais, agências de regulação etc.), aumentou significativamente a demanda por pessoal para exercer o comando dessas instâncias. Esta situação, ao longo do seu curso, revela a construção de um processo pelo qual o empresariado se organiza e se articula para manter a sua hegemonia. Não obstante a participação direta de um grande número de empresários em órgãos do Estado, eles constituem uma pequena parcela daquilo que se pode chamar de elite estatal. Na verdade, a maioria dos funcionários da burocracia estatal é recrutada entre aqueles que não possuem a propriedade dos meios de produção, os quais, após um processo de socialização com base nos princípios que orientam os membros do mundo empresarial, assumem cargos importantes no Estado e passam colaborar para a realização dos interesses desses empresários.

Este enfoque traduz um pouco o pensamento de Miliband (1982), para o qual mesmo existindo “uma expressiva participação dos empresários nos assuntos do Estado, é verdade porém que jamais constituíram, e não constituem atualmente, mais do que uma minoria relativamente pequena da elite estatal, tomada como um todo” (p. 79). Isso requer que o restante dos cargos sejam preenchidos por pessoas que não componham esse núcleo social, mas que, de alguma forma, estejam identificados com ele. Essa lacuna é preenchida por pessoas oriundas das classes média e alta, as mesmas a que pertencem os empresários. De fato, é essa a percepção desse autor, para o qual “os empresários pertencem, em termos econômicos e sociais, às classes médias e altas – e é justamente nessas classes que são recrutados predominantemente, para não dizer em sua maioria esmagadora, os membros da elite estatal” (idem).

Esse parece ter sido o caso dos dois homens fortes da equipe econômica do Governo FHC, ambos formados por universidades norte-americanas de orientação monetarista, onde obtiveram o título de doutores em economia. O ex-Ministro da Fazenda, considerado um executor ortodoxo da política neoliberal, foi Presidente do Banco Central no Governo Itamar Franco, ao mesmo tempo em que FHC era Ministro da Fazenda. No Governo Collor, foi nomeado negociador da dívida externa, sendo o principal responsável pelo acordo da dívida nos moldes do Plano Brady e em condições desfavoráveis, pois ao contrário de outros países devedores (latino-americanos) que obtiveram um desconto sobre o total da dívida, o Brasil obteve um desconto sobre a parte da dívida do setor público com os bancos comerciais. Isto porque a base de cálculo foi de US\$ 49 bilhões de um total de US\$ 145 bilhões, o que significou um abatimento de apenas US\$ 3,7 bilhões.

O ex-Presidente do Banco Central, antes de assumir o cargo, era diretor gerente do Soros Fund, do megaespeculador George Soros. Também participou do Governo Collor, no qual assumiu o cargo de diretor da área externa do Banco Central, em que foi o responsável pela introdução dos mecanismos utilizados pelos capitais especulativos para ingressar no Brasil (GOMES, 1999 *apud* FERREIRA, 2001, p. 38-39).

Mesmo que no período recente tenha sido acentuada a participação de pessoas vinculadas aos interesses dos grupos econômicos e financeiros em cargos estratégicos do Estado, importa deixar claro que trajetórias desse tipo já vêm acontecendo há muito tempo, pois segundo Minella (1996):

alguns grupos financeiros (quatro em especial – Bamerindus, Bradesco, Econômico e Unibanco) se caracterizam pelo trânsito de seus quadros diretivos para o comando de aparatos de decisão do Estado, principalmente relacionados com a área econômico-financeira (Ministérios, Conselho Monetário Nacional, Banco Central e instituições financeiras estatais). (p. 90)

Nesse mesmo sentido, não é demais mencionar que, depois de tomar posse, o primeiro governo da Nova República indicou um banqueiro para a presidência do Banco Central. A mesma coisa aconteceu durante o mais longo governo da história recente do Brasil, uma vez que um dos presidentes do Banco Central desse governo veio do universo financeiro internacional. Isso, “mais que um símbolo, pode-se interpretar como uma garantia a mais de que as políticas a serem adotadas estarão sob o escrutínio direto daqueles que se constituem nos intelectuais orgânicos dos grandes interesses da área” (MINELLA, 2003, p. 253).

Em “Instituições, política e idéias econômicas: O caso do Banco Central do Brasil (1965-1998)”, Novelli (2001) mostra a trajetória dos seus principais executivos nos últimos governos. O trabalho desse autor mostra que, nas últimas duas décadas, os principais cargos do Banco Central foram ocupados, em aproximadamente 50%, por funcionários de carreira da instituição, e o restante foi recrutado majoritariamente entre acadêmicos e consultores, sendo uma parcela razoável desse pessoal vinculada ao sistema financeiro, isto é, com passagem em cargos importantes nos bancos privados.

As trajetórias profissionais dos ex-presidentes do Banco Central não deixam quaisquer dúvidas sobre a existência de uma via privilegiada de acesso à instituição pelos bancos privados, pois tanto antes de exercerem a presidência quanto depois de se desligarem do cargo, a maior parte desses executivos manteve ou mantém uma vinculação direta com esses bancos. Antes de exercerem a presidência do Banco Central, a metade teve alguma vinculação com o sistema financeiro, e em relação às atividades profissionais posteriores, um percentual semelhante dos ex-presidentes estabeleceu algum vínculo com o sistema financeiro (NOVELLI, 2001, p. 121).

Um rápido retrospecto sobre essas trajetórias mostra a constituição de uma espécie de “porta giratória”, na qual esses executivos transitam entre o mundo das finanças privadas e o das instituições públicas que, entre outras funções, regulam a atividade do sistema financeiro privado. De um modo geral, pode-se resumir em dois perfis o conjunto daqueles que passam por funções-chave no Estado: há aqueles que constroem carreira no governo para depois

atuarem nas empresas privadas e os que deixam cargos importantes em grandes empresas e bancos, permanecem um pouco no governo e depois voltam a trabalhar no mundo privado, geralmente numa situação melhor do que estavam antes de passarem um tempo à frente de algum cargo público.

Uma reportagem, publicada na edição da *Folha de São Paulo* de 22/08/2004 pelos jornalistas Fernando Rodrigues e Leonardo Souza, apurou a trajetória profissional de 32 economistas, engenheiros, banqueiros e advogados que passaram por cargos estratégicos no governo nos últimos dez anos. O trabalho desses jornalistas mostra que a passagem por cargos no governo se constitui, na maioria dos casos, em um contrato de trabalho em grandes instituições financeiras. Isso é comprovado pelos vínculos das pessoas que compõem a amostra daquela pesquisa, na qual se verificou que o percentual de profissionais que atuavam no mercado financeiro aumentou de 47% para 78% depois de terem assumido algum cargo importante no governo.

Pôde-se constatar que vários diretores e presidentes do Banco Central mantiveram vínculos executivos com os bancos de nossa amostra, antes ou depois de terem assumido o cargo naquela instituição²⁹. Entre eles podemos citar: 1) Persio Arida, depois de presidir a instituição entre 11/01/1995 a 13/06/1995, passou a integrar o Conselho de Administração do Banco Itaú, do qual era presidente em 2004; 2) Pedro Malan, Presidente de 09/09/1993 a 31/12/1994, depois de 37 anos de trabalho no setor público, atualmente atua no setor privado, em que integra os conselhos de administração do Unibanco, Portugal Telecom Internacional (em Lisboa) e da Globex, a qual controla a rede de lojas Ponto Frio; 3) Gustavo Loyola, Presidente entre 13/11/1992 a 29/03/1993 e 13/06/1995 a 20/08/1997, atualmente é Presidente do Conselho de Administração do Itaú; 4) Daniel Luiz Gleizer, Diretor de Assuntos Internacionais durante o período 04/03/1999 a 02/01/2002, era Diretor-Executivo do Unibanco em 2004; 5) Sérgio Werlang, Diretor de Política Econômica entre 04/03/1999 e 14/09/2000, era Diretor-Executivo do Itaú em 2004.

É importante observar que a relação entre as instituições financeiras e o Estado, através da ocupação de cargos, pode ter profundas implicações sobre as finanças públicas, pois quando seus representantes estão à frente de instituições como o Banco Central, decidem sobre o destino de bilhões de reais, causando perdas ou gerando lucros para bancos, empresas

²⁹ Dados obtidos no site do Banco Central (Galeria de Presidentes) e na Internet.

e governo. Um bom exemplo disso pode ser representado pela definição da taxa de juros, a qual é administrada pela alta direção do Banco Central, da qual participavam os executivos mencionados anteriormente. No primeiro trimestre de 1999, essa taxa subiu de 25% para 45% ao ano, representando um incremento de 30% na dívida pública corrigida pelos juros. Essa decisão implicou um aumento de R\$ 31 bilhões nessa parcela da dívida, ao mesmo tempo em que incrementou em R\$ 54 bilhões as receitas dos bancos com títulos, cuja magnitude representou 36% de todas as receitas registradas pelas instituições em seus balanços patrimoniais.

Fatos desse tipo demonstram que está ocorrendo uma situação na qual os atores que decidem sobre os prazos e fatores de remuneração da dívida pública são os mesmos que controlam essa dívida mediante a concentração de títulos públicos em suas instituições. De fato, se os representantes dos bancos que carregam a dívida pública, além de articularem os seus interesses junto ao Estado através da ação das suas entidades de classe, também ocupam cargos no governo, é provável que a política econômica pode estar sendo moldada de acordo com os objetivos das corporações, as quais representam, podendo implicar em favorecimento aos seus negócios.

4.3 FINANCIAMENTO DE CAMPANHAS

Nessa mesma linha de interpretação da atuação dos banqueiros nas associações de classe, torna-se importante destacar que eles também se aproximam dos políticos com possibilidade de serem eleitos com vistas a obter aliados para os interesses das corporações que representam. É por isso que, em diversas eleições, os banqueiros financiaram as campanhas de candidatos cujos discursos sinalizavam boas perspectivas para os seus negócios.

Estudos que analisam esse tema já foram desenvolvidos no início dos anos 90 do século passado nos Estados Unidos. Em uma pesquisa feita por Mizruchi, pôde-se constatar que o financiamento de campanha pela grande indústria em favor de um mesmo candidato tinha como elemento comum os investidores institucionais formados, na sua grande maioria, por instituições financeiras e diretorias cruzadas entre os bancos e as companhias de seguros

(MINELLA, 2003, p. 254). Obviamente, o financiamento da campanha deve ter levado em conta o alinhamento do candidato com os seus objetivos corporativos, principalmente no que se refere à manutenção ou criação de ambiente macroeconômico seguro para os seus investimentos.

No Brasil, esta também parece ter sido a razão mais plausível para justificar o grande volume de recursos doados para alguns candidatos ao congresso e à presidência nas eleições de 1994 e 1998. Nesse período, os bancos financiaram 23% e 27% dos gastos de campanha do candidato vitorioso à Presidência da República (RIBEIRO, 1999).

Essa interpretação é reforçada pelos dados apresentados pelo Tribunal Superior Eleitoral – TSE relativos às eleições para a Presidência da República do Brasil em 2002. Note-se que, mesmo que os dados da Tabela 6 mostrem apenas os valores doados pelos bancos aos três candidatos mais votados, isto é, sem considerar os valores que possam ter sido destinados para essa finalidade por outras empresas que tenham vinculação com esses bancos, o montante de recursos doados em relação ao total das receitas obtidas foi: 30,36% para o candidato que representava a continuidade do Governo FHC – José Serra; 23,75% para Lula, e 12,19% para Ciro Gomes.

Pelo volume de recursos doados à candidatura de José Serra, fica evidente o desejo dos banqueiros de eleger um presidente que estivesse alinhado com os preceitos neoliberais. Em outras palavras, um presidente que lhes passasse a segurança da continuidade da política econômica do Governo FHC e, portanto, não ameaçasse os seus negócios com medidas de choque como aquelas que já haviam sido implementadas durante o Governo Collor. É por isso que se falava tanto em cumprimento de contratos durante a campanha.

Tabela 6 – Doações dos Bancos para a Eleição à Presidência da República em 2002
(Em R\$ mil)

Banco doador	Candidato		
	José Serra	Lula	Ciro Gomes
ABC do Brasil	100.000		
ABN Amro	650.000	650.000	
Alfa	200.000	200.000	
BBA	500.000	100.000	
Bradesco	500.000	500.000	
Credibel		250.000	
Crédito Real de Minas Gerais	1.500.000	500.000	1.000.000
Fator	15.000		
Honda		5.000	
Industrial e Comercial			100.000
Itaú	2.200.000	250.000	
Santander	1.400.000	1.400.000	
Unibanco	300.000		200.000
Votorantim	1.300.000	500.000	400.000
Total	8.665.000	4.355.000	1.700.000
Total de receitas do candidato	28.540.261	18.313.322	13.942.876
Participação dos bancos	30,36%	23,78%	12,19%

Fonte: Tribunal Superior Eleitoral – TSE

Elaboração do autor

Ao longo deste capítulo vimos que o poder dos bancos está relacionado com a concentração de dinheiro sob o seu controle. O fato de concentrarem esses ativos lhes permite controlar o fluxo de capital, o que por sua vez, conduz aqueles que necessitam de recursos financeiros a uma situação de dependência dessas instituições. Se dinheiro é poder, então a concentração desse ativo se constitui em uma fonte de poder.

Contudo, não é só isso que confere capacidade aos bancos para influenciar as políticas monetária e econômica. Na verdade, esse poder deriva de um conjunto de fatores que se somam ao controle do fluxo de capital. Não é por outra razão que essas instituições se organizam em associações de classe, deslocam seus representantes para ocupar cargos públicos e contribuem com grandes volumes de recursos financeiros para as campanhas de candidatos com discursos que tenham alguma sintonia com os seus negócios.

É certo que o controle do fluxo de capitais confere grande poder aos bancos, mas isso não é suficiente para transformar o poder econômico em poder político. É a combinação do

controle do fluxo de capitais, a participação em associações de classe, a ocupação de cargos no Estado e o financiamento de campanhas que elevam os bancos à condição de atores centrais com grande capacidade de influenciar o processo decisório no interior do Estado naquilo que tenha a ver com os seus interesses corporativos. Nesse sentido, a combinação de todos esses fatores pode, no seu conjunto, influenciar de maneira decisiva o gerenciamento da dívida pública, tornando, por exemplo, os prazos mais curtos e as taxas de remuneração mais elevadas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise desenvolvida ao longo desta pesquisa revelou um crescimento espetacular da dívida pública interna no período 1994-2002. Esse aumento decorreu de diversos fatores. Entre eles destacamos: 1) a criação de um conjunto de regras que conferiu elevada liquidez e rentabilidade aos títulos públicos. Tais características permitiram que esses papéis adquirissem certas funções da moeda corrente e funcionassem como uma blindagem contra a desvalorização. Em razão disso, grandes volumes de ativos financeiros administrados pelos bancos (recursos próprios e de terceiros) migraram para o mercado de títulos públicos; 2) o esgotamento do padrão de financiamento com base na captação de recursos externos, precipitado pela crise da dívida externa, tornou a emissão de títulos da dívida interna o principal mecanismo de financiamento; 3) as taxas de juros elevadas; e 4) a política econômica do Governo FHC, a qual aumentou o grau de abertura comercial e financeira, implicando em déficits comerciais crescentes, os quais foram financiados por investimentos diretos e de curto prazo. Neste caso, além de a dívida aumentar pela esterilização dos recursos externos, depois de um certo tempo ela também era pressionada pela necessidade de recursos para a remessa de lucros e dividendos gerados pelos investimentos diretos e pela cobrança de juros cada vez mais elevados pelo capital de curto prazo.

Nesse sentido, se, por um lado, a demanda do governo por recursos, para financiar a sua dívida, foi satisfeita, por outro, ocorreu o crescimento de uma classe de rentistas que passou a absorver parte das receitas do Estado através da dívida pública. Contudo, essa dívida, ao mesmo tempo em que financiou o déficit público, restringiu o crédito, pois, como verificamos, durante o período 1994-2002, as operações com títulos públicos foram equivalentes às operações de crédito, gerando uma parcela significativa dos lucros extraordinários, divulgados, nos últimos anos, pelos grandes bancos que operam no país.

Note-se que os bancos que detêm uma parte significativa dessa dívida, são os mesmos que controlam grande parte dos ativos do sistema financeiro e, por isso, estão em condições de exercer a hegemonia financeira, a qual, neste caso, implica criar constrangimentos ao processo decisório do governo, já que este depende dos recursos desses atores para financiar o seu déficit. Portanto, o governo não se encontra em condições, por exemplo, de determinar

unilateralmente a taxa de juros e os prazos de vencimento dos seus títulos, sem colocar em risco a rolagem da dívida.

No caso dos dez bancos que selecionamos em nossa pesquisa, verificou-se que estes chegaram a deter 36% da dívida em poder do mercado, ou seja, uma parcela significativa, pois estima-se que o sistema bancário como um todo tenha 70% dessa dívida em carteira. Convém mencionar que, no período analisado, o indexador da maior parte dos títulos era pós-fixado (câmbio e taxa de juros básica – Selic), favorecendo seus portadores no contexto da desvalorização cambial e taxa de juros elevadas no período.

Por outro lado, a concentração dos títulos da dívida pública pode significar poder para os seus detentores, pois, como já mencionado, o governo depende desses atores para refinarçar a sua dívida. No entanto o poder dos bancos não se caracteriza simplesmente pelo controle dos ativos do sistema financeiro e pela posse dos títulos públicos. É certo que a concentração desses ativos, lhes dá condições de barganhar juros e prazos com o governo, mas a questão que se colocou foi verificar em que medida o poder desses bancos estaria relacionado com outras dimensões de seu relacionamento com o Estado e também de sua própria organização de classe. Constatou-se que os dez bancos analisados (especialmente os bancos privados) participam ativamente das associações de classe do setor e, portanto, do exercício de *lobby* junto aos poderes Legislativo e Executivo, ao mesmo tempo em que participam e se envolvem no processo político através do financiamento das campanhas de candidatos com projetos que tenham alguma sintonia com os seus objetivos empresariais.

Dos indicadores, aos quais nos referimos, chama a atenção a composição da direção do Banco Central, constituída em parte por executivos que, antes ou depois de assumirem seus cargos, se vinculam diretamente às instituições financeiras privadas, incluídas aquelas referidas nesta pesquisa. Estes, na medida em que participam do Comitê de Política Monetária (COPOM), influenciam as decisões sobre a taxa básica de juros e, portanto, sobre a rentabilidade dos títulos públicos que as instituições financeiras controlam. Em outros termos, parte daqueles que decidem sobre a remuneração da dívida são ou estão vinculados aos próprios detentores da dívida pública.

Nesse sentido, uma reflexão sobre o poder dos bancos não deve se restringir à quantidade de ativos financeiros que eles controlam, pois é articulação de todos os indicadores mencionados que constitui o poder desses atores, ou melhor, que transforma o

poder econômico em poder político, tornando possível que os banqueiros influenciem o processo decisório do governo com o objetivo de garantir segurança e alta rentabilidade para os seus ativos.

BIBLIOGRAFIA

ANDIMA. **Dívida Pública**. Séries Históricas. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 1994.

BAER, *et al.*, Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. In: **Revista Economia e Sociedade**. Campinas, nº 4, p. 70-126, Jun/1995.

BAKER, Wayne E. What is money? A social structural interpretation. In: MIZRUCHI, Mark S; SCHWARTZ Michael (Edts.) **Intercorporate relations: The structural analysis of business**. New York, Cambridge University Press, 1987, pp. 109-144.

BATISTA JR, Paulo Nogueira. **A economia como ela é...** São Paulo: Editora Boitempo, 2001, 2ª Edição.

BELLUZO, Luiz Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Julio Gomes. **Depois da queda: A economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BEVILAQUA, Afonso S; GARCIA, Márcio. G. P. Banks Domestic Debt, and Crisis: The Recent Brazilian Experience. **Brazilian Journal of Political Economy**, Vol. 22, nº 4 (88), October-Dezember/2002, p. 85-103.

Boletim do Banco Central do Brasil – vários números.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. A influência do FMI na escolha de políticas macroeconômicas em uma economia emergente. **Agenda Brasil: políticas para o crescimento com estabilidade de preços**. Barueri, SP: Manole: Fundação Konrad Adenauer, 2003, p. 1-28.

CARNEIRO, Ricardo. **Crise, estagflação e hiperinflação: A economia brasileira nos anos 80**. Campinas, 1991. Tese de Doutorado – Unicamp.

_____. **Desenvolvimento em crise: A economia brasileira no último quarto de século XX**. São Paulo: Editora UNESP, IE – Unicamp, 2002.

CARNOY, Martin. **Estado e teoria política**. Campinas, SP: Papirus, 1988, 2ª Edição.

CARVALHO, Carlos Eduardo. **Dívida Pública, um Debate Necessário**. PUCSP, Textos para Discussão 08/2004.

CARVALHO, Wolney Roberto. **Uma redefinição teórica do conceito “Capital Financeiro” e sua relação com a dívida pública e com a classe trabalhadora**. Florianópolis, CSE: UFSC, 2003 (Dissertação de Mestrado).

CHESNAIS, François. **A Mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

_____. Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica. In: CHESNAIS, François (Org.). **A mundialização financeira: Gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã, 1998, p. 249-293.

_____. A “nova economia”: Uma conjuntura própria à potência econômica estadunidense. In: CHESNAIS, François, et al, **Uma nova fase do capitalismo?** São Paulo: Xamã, 2003, p. 43-70.

COSTA DA SILVA, Napoleão Luiz; CAVALCANTI, Marco Antônio Freitas de Hollanda. **A administração da maturidade da dívida mobiliária brasileira no período 1994/97**. Rio de Janeiro, 2000, Texto para discussão nº 744, IPEA.

COSTA, Paulo Roberto Neves. **Empresariado e democracia no Brasil (1984-1994)**, Campinas: UNICAMP, 2003 (Tese de Doutorado).

COUTO, Isabel Cristina. **Ação política empresarial: O caso do GEC (Grupo de Empresários de Curitiba) – 1990/1998**. Curitiba: UFPR, 1998 (Dissertação de Mestrado).

DINIZ, Eli; BOSCHI, Renato. Globalização, herança corporativa e a representação dos interesses empresariais: novas configurações no cenário pós-reformas. In: BOSCHI, Renato; DINIZ, Eli; SANTOS, Fabiano. **Elites políticas e econômicas no Brasil contemporâneo**. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer, 2000. P. 15-88

DOWNES, John; GOODMAN, Jordam Elliot. **Dicionário de termos financeiros e de investimento**. São Paulo: Nobel, 1993.

FERREIRA, Alceu Conceição. As Agências Multilaterais e a política econômica do governo FHC. In: FERREIRA, Alceu Conceição; ALVIM, Valdir (Orgs.). **A trama da privatização: A reestruturação neoliberal do Estado**. Florianópolis: Insular, 2001, p.29-48.

FURTADO, Celso. **O longo amanhecer: reflexões sobre a formação do Brasil**. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1999.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia Duarte. **Finanças públicas: Teoria e prática no Brasil**. 2ª edição, Rio de Janeiro: Campus, 2000.

GOLDFAJN, Ilan. **Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável?** Brasília, Julho/2002, Nota Técnica nº 25, Banco Central do Brasil.

GONÇALVES, Reinaldo. Grupos econômicos: Uma análise conceitual e teórica. In: **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, Vol. 45 Nº 4, p. 491-518, Out/Dez 1991.

GONÇALVES, Reinaldo; POMAR Valter. **A armadilha da dívida: como a dívida pública interna impede o desenvolvimento econômico e aumenta a desigualdade social**. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo. 2002.

HERMANN, Jennifer. A macroeconomia da dívida pública: Notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002). In: Dilemas da Dívida. **Cadernos Adenauer III, nº4**. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, novembro de 2002, p. 41-70.

Informe Anual do FMI, 1999.

LEITE, Marcel Guedes; ARVATE, Paulo Roberto. Uma visão institucional para a dívida pública no Brasil. **Revista de Economia Política**, vol. 22, nº 4 (88), outubro-dezembro, 2002.

MANDEL, Ernest. **Teoria marxista do Estado**. 1ª edição, Lisboa: Antídoto, 1977.

MARQUES, Eduardo. Notas críticas à literatura sobre Estado, Políticas Estatais e Atores Políticos. In: **Revista Brasileira de Informação Bibliográfica em Ciências Sociais**, n. 43, 1º semestre de 1997, p. 3-156.

MARX, Karl. **O Capital: Crítica da Economia Política**. Livro 3, Vol. IV, 4ª Ed, São Paulo: Difel, 1985.

- _____. **O Capital**. Livro I, vol. 2. 10ª edição. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1988.
- MERCADANTE, Aloizio. A crise dos fundamentos. In: **Folha de São Paulo**, 30/09/2001.
- MILIBAND, Ralfh. **O Estado na sociedade capitalista**. Rio de Janeiro: Zahar, 1982.
- MINELLA, Ary César. Grupos financeiros e organização da burguesia financeira no Brasil. **Ensaio FEE**, Porto Alegre (17)2:80-94, 1996.
- _____. Globalização financeira e as associações de bancos na América Latina. **Civitas – Revista de Ciências Sociais**, v. 3, n° 2, jul-dez. 2003.
- MINTZ, Beth; SCHWARTZ, Michael. **The power structure of American business**. Chicago: University of Chicago Press, 1985.
- MIRANDA, Elflay. **Federação Brasileira de Bancos: Uma análise sociopolítica do período 1994-2001**. Florianópolis, PPGSP: UFSC, 2005 (Dissertação de Mestrado).
- MISSALE *et al.* How is the debt managed? Learning from fiscal stabilizations. **Scandinavian Journal of Economics**, 104 (3), 443-469, 2002.
- NOGUEIRA DA COSTA, Fernando. Caça ao (título do) Tesouro. In: **Folha de São Paulo**, 06/12/2001.
- NOVELLI, José Marcos Nayme. **Instituições, política e idéias econômicas: O caso do Banco Central do Brasil (1965-1998)**. São Paulo: Annablume: Fapesp, 2001.
- PASSARINHO, Paulo. A aventura financeira continua. In: **Jornal dos Economistas**, Agosto/2001.
- PASSOS, Daniel Domingos. **A internacionalização do setor bancário no Brasil após o Plano Real; Divergências de interesses dos banqueiros com a ação do Estado e mudanças nas negociações com os trabalhadores bancários**. Curitiba: UFPR, 2001(Dissertação de Mestrado).
- PETRAS, James; VELTMEYER, Henry. **Hegemonia dos Estados Unidos no novo milênio**. Petrópolis, RJ: Vozes, 2000.

PINHEIRO, Maurício Mota Saboya. **Dívida mobiliária federal e impactos fiscais: 1995/99**. Rio de Janeiro, 2000, Texto para discussão nº 700, IPEA.

PLIHON, Dominique. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano. In: CHESNAIS, François (Org.). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Editora Xamã, 1998, p. 97-139.

PORTUGAL JR, José Geraldo. Grupos econômicos: Expressão institucional da unidade empresarial contemporânea. In: PORTUGAL JR (Org.) **Estudos de Economia do Setor Público**. São Paulo: FUNDAP/IESP, 1994, p. 5-58.

Relatório do Banco Central do Brasil, 1998.

RIBEIRO, Alex. Bancos lideram contribuições a FHC. In: **Folha de São Paulo**, 06/06/1999.

SAMPAIO JR. Plínio de Arruda. A armadilha das dívidas eternas. In: **Folha de São Paulo**, 11/09/2000.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo dicionário de economia**. São Paulo: Editora Best Seller, 2001.

SINGER, Paul. **“A crise do milagre”:** **Interpretação crítica da economia brasileira**. 7ª Edição, Rio de Janeiro: Editora Cortez, 1985.

SWEDBERG, Richard. Banks from a sociological perspective. In: AHRNE, Göran et. Al (Eds.). **Sociology in the world: essays in honor of Ulf Himmelstrand on his 65th birthday**. Uppsala; Uppsala Universitet, 1989, p. 157-188.

TAVARES, Maria da Conceição e MELIN, Luiz Eduardo. Mitos globais e fatos regionais: a nova desordem internacional. In: FIORI, José Luis; LOURENÇO, Marta Skinner e NORONHA, José Carvalho. **Globalização: o fato e o mito**. Rio de Janeiro: Editora UERJ, 1998.

ZELIZER, Viviana A. **The social meaning of money**. Princeton University Press, 1997.