



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE FILOSOFIA E CIÊNCIAS HUMANAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM SOCIOLOGIA E CIÊNCIA POLÍTICA

Luciana Raimundo

**BANCOS E O ESTADO NO BRASIL: ESTUDO SOBRE A ATUAÇÃO DOS *DEALERS*
NO MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS, NA REDE DE FINANCIAMENTOS DO
BNDES E NO FINANCIAMENTO ELEITORAL (2003-2018)**

Florianópolis

2021

Luciana Raimundo

**BANCOS E O ESTADO NO BRASIL: ESTUDO SOBRE A ATUAÇÃO DOS *DEALERS*
NO MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS, NA REDE DE FINANCIAMENTOS DO
BNDES E NO FINANCIAMENTO ELEITORAL (2003-2018)**

Tese submetida ao Programa de Pós-graduação em Sociologia e Ciência Política, da Universidade Federal de Santa Catarina, para a obtenção do título de Doutora em Sociologia e Ciência Política.

Orientador: Prof. Dr. Ary Cesar Minella

Coorientador: Prof. Dr. Rabah Benakouche

Florianópolis

2021

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Raimundo, Luciana

Bancos e o Estado no Brasil : Estudo sobre a atuação dos dealers no mercado de títulos públicos, na rede de financiamentos do BNDES e no financiamento eleitoral (2003-2018) / Luciana Raimundo ; orientador, Ary Cesar Minella, coorientador, Rabah Benakouche, 2021.

385 p.

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Filosofia e Ciências Humanas, Programa de Pós-Graduação em Sociologia e Ciência Política, Florianópolis, 2021.

Inclui referências.

1. Sociologia e Ciência Política. 2. Dealers. 3. Títulos Públicos. 4. BNDES. 5. Intermediários Financeiros. I. Minella, Ary Cesar. II. Benakouche, Rabah. III. Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós Graduação em Sociologia e Ciência Política. IV. Título.

Luciana Raimundo

**BANCOS E O ESTADO NO BRASIL: ESTUDO SOBRE A ATUAÇÃO DOS *DEALERS*
NO MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS, NA REDE DE FINANCIAMENTOS DO
BNDES E NO FINANCIAMENTO ELEITORAL (2003-2018)**

O presente trabalho em nível de doutorado foi avaliado e aprovado por banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof. Armando Boito Júnior, Dr.
IFCH/UNICAMP

Prof. Rodrigo Alves Teixeira, Dr.
PUC/SP

Prof. Luiz Gustavo da Cunha de Souza, Dr.
PPGSP/UFSC

Certificamos que esta é a **versão original e final** do trabalho de conclusão que foi julgado adequado para obtenção do título de doutora em Sociologia e Ciência Política.

Prof. Julian Borba, Dr.
Coordenador do Programa de Pós-Graduação

Prof. Ary Cesar Minella, Dr.
Orientador

Florianópolis, 2021

Dedico este trabalho a duas importantes mulheres em minha trajetória de vida.
À minha irmã, Ana Paula Raimundo, e à minha mãe, Vera Lúcia Raimundo.

AGRADECIMENTOS

A Universidade Federal de Santa Catarina, bem com as demais instituições de educação, não é estanque, sem movimento. Não deve ser entendida como uma abstração, isto é, como um elemento isolado da realidade material e concreta que a cerca. Ela é o resultado das relações estabelecidas, em diferentes contextos históricos, por um grupo de pessoas que, coexistindo no mesmo espaço, produzem um ambiente conflituoso, complexo, contraditório e dialético. As pessoas que passam pela UFSC, sendo estas a própria UFSC, movimentam e recriam a instituição ao mesmo tempo em que movimentam e recriam suas vidas, compartilhando e disputando no seio da contradição. Como UFSC, movimente a minha história e a história deste espaço, ainda que minhas ações pareçam insignificantes dentro da totalidade. Neste ambiente me formei bacharela, licenciada e mestra, trabalhei como bolsista, pesquisadora e servidora, fiz amizades com trabalhadores e estudantes, conheci meu companheiro e adotei duas cachorras. Sendo grata à história desenhada ao longo destes 15 anos, faço agora um agradecimento especial aos docentes, aos discentes e aos Técnicos Administrativos em Educação do Programa de Pós-Graduação em Sociologia e Ciência Política que interagiram comigo e que, de algum modo, movimentam também este espaço.

Neste ambiente e neste momento da formação tive maior contato com duas pessoas especiais, sendo o Prof. Dr. Ary Cesar Minella, meu atual orientador, e o Prof. Dr. Rabah Benakouche, meu coorientador no curso de doutorado. Ary foi meu professor na graduação, na pós-graduação e nos cursos livres que ministrou, em destaque os realizados em parceria com o Laboratório Interdisciplinar de Ensino de Filosofia e Sociologia (LEFIS). Foi o responsável por despertar em mim o interesse pelo estudo do sistema financeiro, pela análise de redes sociais, pelas análises das redes transassociativas, pelos cuidados com as plantas e pelos benefícios do chá de moringa. Me acolheu, aceitando o desafio da orientação e do convívio. Conheci Rabah lendo seus livros e artigos. Conseguindo seu contato por meio dos colegas na UFSC, passamos a conversar e a trocar textos, nos aproximando. Rabah foi mais que um coorientador e um amigo, foi um evento na minha vida. Tendo feito carreira na UFSC, me recebeu na Universidade de Lisboa, onde exerce atualmente suas atividades acadêmicas, me auxiliou em importantes reflexões, me incluiu num grupo de estudos e foi um companheiro querido naquela cidade. Ary e Rabah, sou grata pelo trabalho de vocês e pelas amizades que carregarei em meu coração. Agradeço também aos professores Armando Boito Júnior, Rodrigo Alves Teixeira, Luiz Gustavo da Cunha de Souza, Jaime Cesar Coelho e Jacques Mick por aceitarem compor minha banca de defesa, nesta importante etapa da minha formação acadêmica.

Durante o curso de doutorado, exerci, conjuntamente, atividades profissionais como Técnica Administrativa em Educação lotada no Departamento de Compras da Pró-reitoria de Administração da UFSC (DCOM/PROAD). Foi no DCOM que conheci Guilherme Krause, atual diretor do departamento, e Guilherme Carvalho Batista, atual coordenador da Coordenadoria de Acompanhamento e Execução de Compras (CAEX), setor onde me vinculo. Os Gui's do DCOM, entendendo a importância da qualificação dos trabalhadores e os reflexos positivos desta qualificação no ambiente de trabalho, autorizaram o meu afastamento integral da UFSC pelo período de 12 meses. Sem esta compreensão, estaria imersa nas dificuldades dos prazos e das prorrogações. À história de vida de vocês, que possibilitou tal leitura da realidade, o meu mais profundo agradecimento. No DCOM recebi também o apoio dos meus companheiros mais próximos, a Liziara, que também passou por um importante processo de formação, a Ana Paula, a Mariana e a Duda, e dos companheiros não tão próximos, mas que meu afastamento gerou impactos indiretos sobre a rotina de trabalho, a Janayna, a Corina, o João, o Bernardo, o Breno, a Simone, o Michereff, a Juliane, o Fábio e o Caio. Durante o afastamento, parte vivido em Portugal, mantivemos contatos trocando mensagens, fazendo

relatos das experiências e, claro, trocando uma enorme quantidade de piadas. O conforto que senti se traduz na lembrança do coração se acalmando, quando Ana Paula me abraçou no dia em que me afastei. Estava ansiosa, assustada, carregando minha escova de dentes, meus livros e anotações. Serei sempre grata a vocês.

Sou grata aos membros do Núcleo de Estudos Sociopolíticos do Sistema Financeiro (NESFI) pelo companheirismo e pelas diversas contribuições recebidas ao longo dos últimos anos. Faço um agradecimento especial ao Valdir, ao Itamar, ao Alceu, ao Rodrigo, ao Rodolfo, ao Ricardo, à Juliana, à Rogeli, ao Matheus, à Letícia e ao Rogério. Um núcleo de estudos é um importante instrumento de formação. Um núcleo de estudos como o NESFI é um importante instrumento de emancipação. Sou igualmente grata ao Grupo Brasil, onde conheci o Guilherme, a Joyce, a Rosário, a Eta e o Rogério. Agradeço especialmente ao Fernando, membro do Grupo Brasil e servidor no Bacen, que me auxiliou na revisão no segundo capítulo. Pessoas queridas que me acolheram calorosamente durante o tempo em que estive em Lisboa. Agradeço ao Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa (ISEG/ULisboa), onde tive a oportunidade de frequentar as aulas do Prof. Rafael Marques, conversar com a Prof^a. Marta Varanda, conhecer o Prof. Ricardo Carneiro, assistir palestras do Prof. Bresser-Pereira, e ao Centro de Investigação em Sociologia Económica e das Organizações (SOCIOUS), especialmente representado na figura do Prof. Zé Maria e de seu corpo de trabalhadores, sempre tão presentes e disponíveis.

Sobre Portugal, agradeço à Diana e ao Tiago que arrendaram um pequeno apartamento na região de Santos o Velho, ao lado do ISEG/ULisboa, abrindo as portas ao que eu constataria ser uma grande realização acadêmica, profissional e pessoal. Pessoas queridas com as quais mantenho contato na esperança de um dia retornar. Agradeço ao Sr. Manuel, o Manolito, vizinho do andar de baixo que, ao saber de meus estudos, me presenteou com uma moeda de 1966, edição comemorativa contendo a gravura da antiga ponte Salazar. De fala dura e rápida, Manolito, de pé na escadaria, sempre relatava a história do bairro, destacando as mudanças no comércio e no perfil dos arrendamentos e dos moradores. Seus relatos bonitos, conflituosos e, às vezes, preconceituosos, me guiaram na trama complexa das relações ali vivenciadas. Agradeço à sua esposa, Dona Maria, mulher que eu avistava pelo buraco do telhado e escutava em dias de chuva a reclamar da sala encharcada. Ainda que ela não saiba muito sobre a minha existência, fez dos dias tristes e chuvosos, dias divertidos, curiosos e de aprendizados sobre o sotaque local. Sou grata aos conflitos e dificuldades do prédio, às comidas vendidas nos andares baixos, aos cheiros e cores das ruas, aos lugares velhos e abandonados, às livrarias e bibliotecas antigas, às ladeiras e escadarias, aos bares e restaurantes, ao bondinho elétrico e trens grafitados, às galerias e museus, às feiras e exposições. Sou grata aos portugueses, aos artistas de rua, aos imigrantes africanos, italianos, espanhóis, armênios e brasileiros, trabalhadores de todas as partes que enriqueceram minhas reflexões sobre a vida.

Agradeço aos amigos que compreenderam a necessária ausência que esta fase da formação requer. Agradeço à Camila Philip (CP), à Camila Reis, ao Rafael, ao Juliano, à Domitila e à Cinthia que, durante o período de isolamento social, em virtude da Covid-19, organizaram as Lives do Amor. As conexões, que contavam com presenças especiais, como as da Sabrina, da Elaine, da Milena e da Shay, aconteciam todas às sextas-feiras. Na enorme variedade de assuntos ali tratados, o isolamento social ganhou sua necessária pitada de humor e sarcasmo. Agradeço ao Fábio, amigo desde os tempos da graduação, que agregou à escrita da minha tese um eclético fundo musical. Agradeço à Fernanda, ao Mateus e ao Francisco por transformar, com seu trabalho artístico musical, dias difíceis em dias possíveis. Amigos que, no meio do desalento e da angústia do isolamento, ofertaram colo, ombros e um almoço. Agradeço aos compadres Adriana e Sanjay pela amizade e pelas advertências sobre os cuidados com a saúde, aos amigos Larissa e Igor pelas conversas compartilhadas, à Sabrina e à Elaine,

simplesmente por serem as pessoas lindas que são, e ao Valcionir por compartilhar sua sabedoria ministrando cursos no LEFIS e auxiliando na revisão da introdução desta Tese.

Agradeço à Ana Paula, minha irmã amada. Sempre próxima e com a mão estendida para me ajudar. Ana estuda, trabalha, cria filhos e cuida do pai. Ana toma vinho e dança sem censura quando escuta um bom Rock and Roll. Ana é minha vida, minha escolha do além vida, minha alegria, meu grande amor. A maior riqueza, o dia ensolarado, o bolo de brigadeiro. Ao meu pai, José, que mesmo sem entender o que estudo, presta atenção e se interessa por meus relatos. À minha mãe, Vera Lúcia, mulher simples e de sorriso fácil, cuja a vida lhe foi roubada ainda muito jovem. No vazio desse “ai se sêsse”, ficaram os aprendizados. Me orgulho de olhar no espelho e enxergar seus traços magros e finos em mim. Ao meu cunhado Ivan e aos meus sobrinhos/afilhados Bernardo, Arthur e Luana. Criançada que não dá sossego e enche nossas vidas de diversão. Aos primos e aos amigos de infância que estão em São Paulo e aos que, como eu, também foram embora. Agradeço aos meus sogros Beatriz e Cláudio, sempre presentes e acolhedores, e sempre com uma palavra amiga de incentivo e alento.

Agradeço ao meu companheiro Caio pelos 13 anos compartilhados. Caio me apoiou emocional e financeiramente na realização desta pesquisa. Mais que isso, me apoiou na realização de sonhos antigos. É fato que Caio precisou desenvolver um nível maior de paciência para tolerar meu isolamento, minha dedicação, minha bagunça e minhas dificuldades com a alimentação. Engoliu sua insatisfação com a humanidade para ler trechos e mais trechos dos meus escritos, fazer apontamentos e dar sugestões. Cuidou, apoiou e suportou. No processo de minha escrita, meu companheiro sofreu para dar em reciprocidade o que havia recebido outrora. Ficou sozinho neste continente, mas viveu junto. Quando nos encontramos novamente, nos apaixonamos pela imperfeição um do outro. Enquanto esse sentimento invadia o meu peito, a pesquisa fluía. Não seria exagero afirmar que não haveria esta tese sem o Caio, e não haveria o Caio de hoje sem esta tese. Também sou grata, “por caminhar ao meu lado, tornando mais leves as passadas sobre caminhos por vezes tão espinhosos”.

Por último, e jamais menos importante, agradeço aos meus três cachorros. Ao Baddu, bebezákio que durante o meu doutorado partiu para morar no céu dos animais e levou consigo um pedaço do meu coração, à Rosquinha, bichinho desconfiado, arisco e protetor do Caio, e à Molhada, minha gorducha amada e companheira que todos os dias às 17h se sentava ao meu lado e, com a pata levantada, me lembrava que a vida é muito maior que este texto.

*São muito os capitais que tomam o rumo das aplicações financeiras.
Sem transformar a matéria, sem tocá-la sequer, o dinheiro se reproduz
mais fértilmente fazendo amor consigo mesmo.
(GALEANO, 1999, p. 172)*

RESUMO

Este estudo analisa as relações mantidas entre o Estado brasileiro e as principais instituições financeiras atuantes no país no período compreendido entre 2003 e 2018. Para tal, considera-se a participação dessas instituições na composição da dívida pública e na rede de financiamentos do BNDES, além de sua atuação no processo político por meio do financiamento eleitoral. De modo específico, neste estudo: i) identificam-se as instituições financeiras credenciadas pelo Banco Central do Brasil e pelo Tesouro Nacional para participar nos leilões dos títulos da dívida pública no período – os chamados *dealers*; ii) identificam-se as instituições financeiras credenciadas pelo BNDES para intermediar os seus desembolsos e iii) analisa-se a participação dessas instituições no financiamento eleitoral das eleições presidenciais de 2002, 2006, 2010 e 2014. Embora tenham ocorrido algumas variações entre os diferentes governos estudados, houve elevada concentração das atividades relacionadas ao mercado de títulos da dívida pública em alguns poucos *dealers* privados (bancos Itaú Unibanco, Bradesco, Santander Brasil, BTG Pactual) e públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal). Esse grupo reduzido de instituições financeiras também esteve entre as principais instituições credenciadas como agentes financeiros intermediários do BNDES. Considerando que os *dealers* identificados estiveram integrados a grupos econômicos ou financeiros, ou seja, que atuaram também no setor não financeiro, investigou-se em que medida as empresas desses grupos foram contempladas com os financiamentos do BNDES. A existência de uma rede de intermediação, por meio da qual essas instituições financeiras realizam financiamentos cruzados, beneficiando as empresas não financeiras dos demais grupos, revelou uma forma de expressão dos laços de solidariedade de classe. Houve maior destaque das instituições financeiras privadas como *dealers* do mercado de títulos públicos e como intermediários financeiros dos recursos do BNDES em períodos nos quais o Banco Central do Brasil foi comandado por presidentes, indicados e nomeados pelo presidente da república eleito, com trajetórias profissionais vinculadas ao setor financeiro privado. Ocorreu expressiva participação de alguns dos principais *dealers* identificados, também intermediários do BNDES, no financiamento das eleições presidenciais no Brasil. Assim, em termos gerais, conclui-se que, nas operações envolvendo títulos públicos, as instituições identificadas se beneficiaram da capacidade do Estado de gerar e impulsionar capital fictício. Além disso, na atuação junto ao BNDES, as instituições citadas utilizaram, em investimentos próprios, o capital financeiro do Estado, fruto das arrecadações oriundas do setor produtivo, das rendas dos trabalhadores, das aplicações do BNDES e do mercado de títulos públicos. Como grande parte do capital de empréstimo do BNDES se torna capital produtivo, ou seja, é aplicado na produção, constatou-se que a cobrança de *spread* bancário e juros pela atividade de intermediação transferiu às instituições intermediárias parte do lucro dos setores produtivos fomentados. A análise dos processos eleitorais apontados, compreendidos como uma forma de disputa das frações de classe do bloco no poder por hegemonia, apontou a significativa participação da fração de classe representante do grande capital financeiro. Por meio da análise das políticas monetária, fiscal e de gestão do endividamento adotadas pelos diferentes governos foi possível verificar momentos de maior atendimento dos interesses particulares desta fração pelo Estado. Por fim, os procedimentos metodológicos adotados neste estudo incluem pesquisa bibliográfica e documental e a utilização da Análise de Redes Sociais, com o auxílio de softwares como o Microsoft Excel, o Ucinet6 e o NetDraw.

Palavras-chave: *Dealers*, títulos públicos, BNDES, intermediários financeiros, hegemonia.

ABSTRACT

This study analyzes the relationships maintained between the Brazilian State and the main financial institutions acting in the country in the period between 2003 and 2018. To that end, we considered the participation of said institutions in the composition of the public debt and in the financing network of the BNDES (National Bank of Development), as well as their role in the political process through electoral financing. Specifically, this study: i) identified the financial institutions accredited by the Central Bank of Brazil and by the National Treasury to participate in public debt bond auctions in the period – the so-called *dealers*; ii) identified the financial institutions accredited by the BNDES's to intermediate its resources; iii) analyzed the participation of these financial institutions in electoral financing for the Brazilian presidential elections in 2002, 2006, 2010 and 2014. Although there were some variations between the different researched governments, we verified a high concentration of activities related to the public debt bond market in a few *dealers*, both private (the Itaú Unibanco, Bradesco, Santander Brasil and BTG Pactual banks) and public (the Banco do Brasil and Caixa Econômica Federal banks). This small group of financial institutions was also part of the group of institutions accredited as the BNDES's financial intermediary agents. Considering that the identified *dealers* were integrated into economic or financial groups, that is, that they also acted in the non-financial sector, we investigated to what extent the companies in these groups received loans from the BNDES. The existence of a financial intermediation network, through which these financial institutions engage in cross-financing, benefiting the non-financial companies of the groups, revealed a form of expression of class solidarity ties. The roles of private financial institutions as *dealers* in the public bond market and as financial intermediaries for the BNDES were more expressive in the periods in which the Central Bank of Brazil was headed by presidents – who are appointed by the elected president of Brazil – with professional trajectories linked to the private financial sector. There was significant participation from some of the main identified *dealers* which were also intermediaries for the BNDES in the financing of the presidential elections in Brazil. Therefore, in general terms, we concluded that, in the operations involving public bonds, the identified institutions benefited from the State's ability to generate and promote fictitious capital. In addition, in their operations with the BNDES, the aforementioned institutions used, for their own investments, the State's financial capital, which is built from taxing the productive sector, the worker's income, the BNDES's own financial applications, and the public bond market. As a considerable portion of the BNDES's loan capital becomes productive capital, that is to say, as it is applied in productive sectors, we established that the charging of bank *spread* and interest in the intermediation activity transferred part of the profits of the productive sectors to the intermediary institutions. The analysis of the aforementioned electoral processes, comprehended as a means of dispute for hegemony by the fractions of the power bloc's ruling class, indicated significant participation of the fraction of class representing financial capital. Through the analysis of the monetary, fiscal and debt managing policies adopted by the different governments it was possible to verify periods of time when the State spent more resources to meet the particular interests of this fraction. The methodological procedures adopted in this study include bibliographic and documental research and Social Network Analysis (SNA), through the utilization of software such as Microsoft Excel, Ucinet6 and NetDraw.

Keywords: *Dealers*, public bonds, BNDES ((National Bank of Development), financial intermediaries, hegemony.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - TN - DBGG - Diferentes Conceitos - Em % do PIB	77
Gráfico 2 - BACEN - Operações compromissadas - Estoque em R\$ Milhões	78
Gráfico 3 - BRASIL - DPMFi e DPFe - Valores Nominais (2003-2018) - Em R\$ Bilhões	80
Gráfico 4 - BRASIL - DPMFi e DPFe - Valores Reais (2003-2018) - Em R\$ Bilhões.....	81
Gráfico 5 - BRASIL - DPMFi - Valores nominais e reais (2003-2018) - Em R\$ Bilhões	82
Gráfico 6 - BRASIL - DPFe - Valores nominais e reais (2003-2018) - Em R\$ Bilhões	83
Gráfico 7 - BRASIL - DPFe - Taxa de variação (2003-2018) - Em %	84
Gráfico 8 - BRASIL - DPMFi - Taxa de variação (2003-2018) - Em %	86
Gráfico 9 - BRASIL - Detentores da DPMFi - (2007-2018) - Em %	95
Gráfico 10 - BRASIL - Principais detentores da DPMFi (2007-2018) - Em R\$ Bilhões	97
Gráfico 11 - BRASIL - Composição da DPF por indexadores (2002-2019) - Em%	97
Gráfico 12 - BRASIL - Composição da DPF - Fundos e Previdência e preferência por indexadores (2010-2018) - Em%.....	98
Gráfico 13 - BRASIL - Composição da DPF - Instituições Financeiras e preferência por indexadores (2010-2018) - Em %.....	99
Gráfico 14 - TN - Indexadores - Prazo médio das emissões (2004-2018) - Em anos	101
Gráfico 15 - TN - Títulos Públicos/Custo médio acumulado por 12 meses (2016-2018) - Em%	101
Gráfico 16 - BRASIL - Evolução da SELIC e IPCA - (2003-2018) - Em %.....	102
Gráfico 17 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> do Demab - Avaliações positivas (08/10/2002 a 31/1/2019)	107
Gráfico 18 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> da Codip - Avaliações positivas (10/08/2015 a 31/01/2019)	108
Gráfico 19 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> do Demab e da Codip - Avaliações positivas (08/10/2002 a 31/01/2019).....	109
Gráfico 20 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> primários do Demab - Avaliações positivas (05/02/2004 a 31/01/2007).....	111
Gráfico 21 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> especialistas do Demab - Avaliações positivas (05/02/2004 a 31/01/2007).....	111
Gráfico 22 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> primários, especialistas e unificados do Demab – Avaliações positivas - (08/10/2002 a 31/01/2007).....	112
Gráfico 23 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> primários do Demab - Avaliações positivas (10/02/2007 a 31/07/2010).....	113

Gráfico 24 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> especialistas do Demab - Avaliações positivas (10/02/2007 a 31/07/2010).....	114
Gráfico 25 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> primários e especialistas do Demab - Avaliações positivas (10/2/2007 a 31/1/2011)	115
Gráfico 26 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> do Demab - Avaliações positivas (10/02/2011 a 31/01/2015)	116
Gráfico 27 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> do Demab - Avaliações positivas (10/02/2015 a 31/07/2017)	118
Gráfico 28 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> da Codip - Avaliações positivas (10/08/2015 a 31/07/2017)	118
Gráfico 29 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> do Demab e da Codip - Avaliações positivas (01/01/2015 a 31/07/2017).....	119
Gráfico 30 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> do Demab - Avaliações positivas (10/2/2017 a 31/1/2019) .	120
Gráfico 31 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> da Codip - Avaliações positivas (10/02/2017 a 31/01/2019)	121
Gráfico 32 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> do Demab e da Codip - Avaliações positivas (01/09/2016 a 31/01/2019).....	122
Gráfico 33 - BNDES - Investimento por setor CNAE (2003-2018) - Em R\$ Milhões.....	135
Gráfico 34 - BNDES - Desembolsos por porte das empresas (2003-2018) - Em R\$ Milhões	136
Gráfico 35 - BNDES Direto e BNDES Indireto (2003-2018) - Em R\$ Milhões	137
Gráfico 36 - BNDES - BNDES Indireto e Desembolsos por agente financeiro (2008-2017) - Em R\$ Milhões.....	138
Gráfico 37 - IBGE - PIB e PIB Per Capita. Taxa (%) de crescimento anual (2000-2015)	139
Gráfico 38 - BRASIL - Variação do IPCA, Taxa Selic e TJLP (2003-2018) - Em % a.a.	139
Gráfico 39 - BNDES - Desembolsos via BNDES Indireto automático (2003-2018) - Por governo - Em R\$	141
Gráfico 40 - BNDES - Desembolsos BNDES Indireto não Automático (2003-2018) - Por governo - Em R\$	142
Gráfico 41 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto automático - Agentes financeiros intermediários - Principais <i>dealers</i> e outros (Governo Lula 1) - Em %	143
Gráfico 42 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 1) - Em %	144
Gráfico 43 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Principais <i>dealers</i> /Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Lula 1).....	145
Gráfico 44 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Bradesco (2003-2006).....	146

Gráfico 45 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Itaú Unibanco (2003-2006) ..	146
Gráfico 46 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Santander (2003-2006).....	146
Gráfico 47 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco do Brasil (2003-2006)	147
Gráfico 48 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Votorantim (2003-2006)	147
Gráfico 49 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Caixa Econômica (2003-2006).....	147
Gráfico 50 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Citibank (2003-2006)	147
Gráfico 51 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Pactual (2003-2006)	148
Gráfico 52 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto automático - Agentes financeiros intermediários - Principais <i>dealers</i> e outros (Governo Lula 2) - Em %	149
Gráfico 53 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 2) - Em %	149
Gráfico 54 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Principais <i>dealers</i> /Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Lula 2).....	151
Gráfico 55 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Itaú Unibanco (2007-2010) ..	151
Gráfico 56 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Bradesco (2007-2010).....	152
Gráfico 57 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco do Brasil (2007-2010)	152
Gráfico 58 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Santander (2007-2010).....	152
Gráfico 59 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Votorantim (2007-2010)	152
Gráfico 60 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Caixa Econômica (2007-2010).....	153
Gráfico 61 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Citibank (2007-2010)	153
Gráfico 62 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco BTG Pactual (2007-2010)	153
Gráfico 63 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto automático - Agentes financeiros intermediários - Principais <i>dealers</i> e outros (Governo Dilma 1) - Em %	155
Gráfico 64 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 1) - Em %	155
Gráfico 65 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Principais <i>dealers</i> /Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Dilma 1)	157
Gráfico 66 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Itaú Unibanco (2011-2014) ..	157
Gráfico 67 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco do Brasil (2011-2014)	158
Gráfico 68 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Bradesco (2011-2014).....	158
Gráfico 69 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Santander (2011-2014).....	158
Gráfico 70 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Caixa Econômica (2011-2014).....	158
Gráfico 71 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Votorantim (2011-2014)	159
Gráfico 72 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Citibank (2011-2014)	159

Gráfico 73 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco BTG Pactual (2011-2014)	159
Gráfico 74 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto automático - Agentes financeiros intermediários - Principais <i>dealers</i> e outros (Governo Dilma 2) - Em %	160
Gráfico 75 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 2) - Em %	161
Gráfico 76 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Principais <i>dealers</i> /Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Dilma 2)	163
Gráfico 77 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Itaú Unibanco (2015-2016) ..	163
Gráfico 78 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Bradesco (2015-2016)	164
Gráfico 79 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Santander (2015-2016)	164
Gráfico 80 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco do Brasil (2015-2016)	164
Gráfico 81 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Caixa Econômica (2015-2016)	164
Gráfico 82 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Safra (2015-2016)	165
Gráfico 83 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Citibank (2015-2016)	165
Gráfico 84 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto automático - Agentes financeiros intermediários - Principais <i>dealers</i> e outros (Governo Temer) - Em %	166
Gráfico 85 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Temer) - Em %	167
Gráfico 86 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Principais <i>dealers</i> /Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Temer)	168
Gráfico 87 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Itaú Unibanco (2016-2018) ..	169
Gráfico 88 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Bradesco (2016-2018)	169
Gráfico 89 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Santander (2016-2018)	169
Gráfico 90 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Safra (2016-2018)	170
Gráfico 91 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco do Brasil (2016-2018)	170
Gráfico 92 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Caixa Econômica (2016-2018)	170
Gráfico 93 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Votorantim (2016-2018)	170
Gráfico 94 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto não automático - Agentes financeiros intermediários - Principais <i>dealers</i> e outros (Governo Lula 1) - Em %	172
Gráfico 95 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 1) - Em %	173
Gráfico 96 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Principais <i>dealers</i> /Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Lula 1)	174
Gráfico 97 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Itaú Unibanco (2003- 2006)	175

Gráfico 98 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Bradesco (2003-2006) ...	175
Gráfico 99 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco do Brasil (2003- 2006)...	175
Gráfico 100 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Santander (2003-2006)	175
Gráfico 101- BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Votorantim(2003-2006)	176
Gráfico 102 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Caixa Econômica (2003-2006)	176
Gráfico 103 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Citibank (2003-2006) ..	176
Gráfico 104 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto não automático - Agentes financeiros intermediários - Principais <i>dealers</i> e outros (Governo Lula 2) - Em %	177
Gráfico 105 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 2) - Em %	178
Gráfico 106 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Principais <i>dealers</i> /Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Lula 2).....	179
Gráfico 107 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco do Brasil (2007-2010)..	180
Gráfico 108 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Caixa Econômica (2007-2010)	180
Gráfico 109 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Itaú Unibanco (2007-2010).....	180
Gráfico 110 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Bradesco (2007-2010) .	180
Gráfico 111 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Santander (2007-2010)	181
Gráfico 112 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Votorantim (2007-2010)	181
Gráfico 113 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Citibank (2007-2010) ..	181
Gráfico 114 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto não automático - Agentes financeiros intermediários - Principais <i>dealers</i> e outros (Governo Dilma 1) - Em %	182
Gráfico 115 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 1) - Em %	183
Gráfico 116 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Principais <i>dealers</i> /Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Dilma 1)	184
Gráfico 117- BNDES - BNDES Indireto não Automático - Caixa Econômica (2011- 2014)	185
Gráfico 118 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco do Brasil (2011-2014)..	185
Gráfico 119 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - BTG Pactual (2011-2014).....	186
Gráfico 120 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Itaú Unibanco (2011-2014).....	186
Gráfico 121 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Bradesco (2011-2014) .	186
Gráfico 122 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Santander (2011-2014)	186
Gráfico 123 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Votorantim (2011-2014)	187

Gráfico 124 - BNDES - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto não automático - Agentes financeiros intermediários - Principais <i>dealers</i> e outros (Governo Dilma 2) - Em %.....	187
Gráfico 125 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 2) - Em %	188
Gráfico 126 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Principais <i>dealers</i> /Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Dilma 2)	189
Gráfico 127 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Bradesco (2015-2016) .	190
Gráfico 128 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Itaú Unibanco (2015-2016).....	190
Gráfico 129 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Santander (2015-2016)	190
Gráfico 130 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco do Brasil (2015-2016)..	190
Gráfico 131 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Safra (2015-2016).....	191
Gráfico 132 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Citibank (2015-2016) ..	191
Gráfico 133 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Caixa Econômica (2015-2016)	191
Gráfico 134 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto não Automático - <i>Dealers</i> e não <i>dealers</i> (Governo Temer) - Em %	192
Gráfico 135 - BNDES Indireto não Automático - Participação de <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Temer) - Em %.....	193
Gráfico 136 - BNDES - BNDES Indireto não Automático e <i>Dealers</i> - Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros - (Governo Temer)	194
Gráfico 137 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Caixa Econômica (2016-2018)	195
Gráfico 138 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Bradesco (2016-2018) .	195
Gráfico 139 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Santander (2016-2018)	195
Gráfico 140 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Safra (2016-2018).....	195
Gráfico 141 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Itaú Unibanco (2016-2018).....	196
Gráfico 142 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco do Brasil (2016-2018)..	196
Gráfico 143- BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Votorantim (2016-2018)	196
Gráfico 144 - BNDES - BNDES Indireto - Bancos públicos e privados/Total intermediado pelos principais <i>dealers</i> - Em %	200
Gráfico 145 - BNDES - BNDES Indireto - Bancos públicos e privados/Total intermediado por porte das empresas - Em R\$ Milhões	201
Gráfico 146 - BNDES - BNDES Indireto - Bancos públicos e privados/Total intermediado por porte das empresas - Em %.....	202
Gráfico 147 - BACEN - <i>Spread</i> Médio das operações de crédito (2011- 2019) - Em p.p.....	205

Gráfico 148 - BACEN - Composição do ICC - Média 2016 a 2018 - Em %.....	206
Gráfico 149 - BACEN - Composição do spread do ICC - Média 2016 a 2018 - Em %.....	207
Gráfico 150 - BRASIL - Evolução da Taxa de Juros à pessoa física (2011 a 2018) - Em %	208
Gráfico 151 - BACEN - Spread para crédito livre e direcionado, pessoa física e jurídica (2011 a 2018) - Em % a.a.	209
Gráfico 152 - BACEN - Inadimplência - Pessoa física e jurídica (2016 a 2018) - Em % a.a.	210
Gráfico 153 - Resultado Líquido dos 5 principais bancos (2003 a 2018) - Em R\$ Milhões .	212
Gráfico 154 - Comparação entre superávit primário e juros reais (% PIB)	331
Gráfico 155 - TN- Suficiência da Regra de Ouro (Série histórica).....	349

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - TN - Balanço Esquemático do Setor Público - Diferenças Metodológicas	77
Quadro 2 - TN - Títulos públicos, rendimento e remuneração.....	99
Quadro 3 - BACEN - Organograma do Sistema Financeiro Nacional.....	284
Quadro 4 - BACEN - Henrique de Campos Meirelles - Trajetória profissional	288
Quadro 5 - BACEN - Alexandre Antônio Tombini - Trajetória profissional	290
Quadro 6 - BACEN - Ilan Goldfajn - Trajetória profissional.....	292

LISTA DE SOCIOGRAMAS

Sociograma 1 - <i>Dealers</i> e grupos na rede de financiamentos do BNDES (2003 a 2006).....	228
Sociograma 2 - <i>Dealers</i> e grupos na rede de financiamentos do BNDES (2007 a 2010).....	237
Sociograma 3 - <i>Dealers</i> e grupos na rede de financiamentos do BNDES (2011 a 2014).....	245
Sociograma 4- <i>Dealers</i> e grupos na rede de financiamentos do BNDES (2015-31/08/2016)	253
Sociograma 5- <i>Dealers</i> e grupos na rede de financiamentos do BNDES (01/09/2016-2018)	260
Sociograma 6 - <i>Dealers</i> , rede de financiamento do BNDES e doações eleitorais - 2002.....	298
Sociograma 7 - <i>Dealers</i> , rede de financiamento do BNDES e doações eleitorais - 2006.....	302
Sociograma 8 - <i>Dealers</i> , rede de financiamento do BNDES e doações eleitorais - 2010.....	306
Sociograma 9 - <i>Dealers</i> , rede de financiamento do BNDES e doações eleitorais - 2014/Dilma	310
Sociograma 10 - <i>Dealers</i> , rede de financiamento do BNDES e doações eleitorais - 2014/Temer	315

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - <i>Dealers</i> - <i>Dealers</i> do Demab (D) e da Codip (C) - Avaliações positivas/Governo	124
Tabela 2 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 1)	144
Tabela 3 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 2)	150
Tabela 4 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 1).....	156
Tabela 5 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 2).....	162
Tabela 6 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Temer)	167
Tabela 7 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 1)	173
Tabela 8 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 2)	178
Tabela 9 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 1).....	184
Tabela 10 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 2).....	189
Tabela 11 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais <i>dealers</i> como agentes financeiros intermediários (Governo Temer)	193
Tabela 12 - BNDES - BNDES Indireto - Principais <i>dealers</i> e outros (2003 a 2018)	197
Tabela 13 - Simulação do <i>spread</i> em p.p. - Ano 2017	207
Tabela 14 - Grupos, <i>dealers</i> e número de empresas vinculadas (2003 a 2006)	226
Tabela 15 - <i>Dealers</i> e empresas na rede de financiamentos do BNDES (2003 a 2006)	227
Tabela 16 - <i>Degree</i> - <i>Dealers</i> na rede de financiamentos do BNDES (2003 a 2006).....	230
Tabela 17 - <i>Dealers</i> , intermediação e rede de financiamentos do BNDES (2003 a 2006)	231
Tabela 18 - <i>Betweenness</i> - <i>Dealers</i> na rede de financiamentos do BNDES (2003 a 2006) ...	232
Tabela 19 - BNDES Indireto - Média das Intermediações (Governo Lula 1) - Em R\$	234
Tabela 20 - Grupos, <i>dealers</i> , número de empresas vinculadas (2007 a 2010).....	235
Tabela 21 - <i>Dealers</i> e empresas na rede de financiamentos do BNDES (2007 a 2010)	236
Tabela 22 - <i>Degree</i> - <i>Dealers</i> na rede de financiamentos do BNDES (2007 a 2010).....	238

Tabela 23 - <i>Dealers</i> , intermediação e rede de financiamentos do BNDES (2007 a 2010)	239
Tabela 24 - <i>Betweenness - Dealers</i> na rede de financiamentos do BNDES (2007 a 2010) ...	240
Tabela 25 - BNDES Indireto - Média das Intermediações (Governo Lula 2) - Em R\$	242
Tabela 26 - Grupos, <i>dealers</i> , número de empresas vinculadas (2011 a 2014).....	243
Tabela 27 - <i>Dealers</i> e empresas na rede de financiamentos do BNDES (2011 a 2014)	244
Tabela 28 - <i>Degree - Dealers</i> na rede de financiamentos do BNDES (2011 a 2014).....	246
Tabela 29 - <i>Dealers</i> , intermediação e rede de financiamentos do BNDES (2011 a 2014)	247
Tabela 30 - <i>Betweenness - Dealers</i> na rede de financiamentos do BNDES (2011 a 2014) ...	248
Tabela 31 - BNDES Indireto - Média das Intermediações (Governo Dilma 1) - Em R\$.....	249
Tabela 32 - Grupos, <i>dealers</i> , número de empresas vinculadas (2015 a 31/08/2016).....	251
Tabela 33 - <i>Dealers</i> e empresas na rede de financiamentos do BNDES (2015 a 31/08/2016)	252
Tabela 34 - <i>Degree - Dealers</i> na rede de financiamentos do BNDES (2015 a 31/08/2016)..	254
Tabela 35 - <i>Dealers</i> , intermediação e rede de financiamentos do BNDES (2015 a 1/08/2016)	255
Tabela 36 - <i>Betweenness - Dealers</i> na rede de financiamentos do BNDES (2015 a 31/08/2016)	256
Tabela 37 - BNDES Indireto - Média das Intermediações (Governo Dilma 2) - Em R\$.....	257
Tabela 38 - Grupos, <i>dealers</i> , número de empresas vinculadas (01/09/2016 a 2018).....	258
Tabela 39 - <i>Dealers</i> e empresas na rede de financiamentos do BNDES (01/09/2016 a 2018)	259
Tabela 40 - <i>Degree - Dealers</i> na rede de financiamentos do BNDES (01/09/2016 a 2018) .	261
Tabela 41 - <i>Dealers</i> , intermediação e rede de financiamentos do BNDES (01/09/2016 a 2018)	262
Tabela 42 - <i>Betweenness - Dealers</i> na rede de financiamentos do BNDES (01/09/2016 a 2018)	263
Tabela 43 - BNDES Indireto - Média das Intermediações (Governo Temer) - Em R\$	264
Tabela 44 - Financiamento cruzado na rede de financiamento do BNDES (2003 a 2018)....	269
Tabela 45 - Brasil, <i>Dealers</i> , Grupos e Financiamento eleitoral - 2002 - Em R\$	295
Tabela 46 - Brasil, <i>Dealers</i> , Grupos e Financiamento eleitoral - 2006 - Em R\$	300
Tabela 47 - Brasil, <i>Dealers</i> , Grupos e Financiamento eleitoral - 2010 - Em R\$	304
Tabela 48 - Brasil, <i>Dealers</i> , Grupos e Financiamento eleitoral - 2014/Dilma - Em R\$	308
Tabela 49 - Brasil, <i>Dealers</i> , Grupos e Financiamento eleitoral - 2014/Temer - Em R\$.....	313
Tabela 50 - Brasil, <i>Dealers</i> , Grupos, Financiamento eleitoral e Eleições presidenciais (2002, 2006, 2010 e 2014) - Em R\$	318

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Andima – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

ANEFAC – Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade

ANFIP – Associação Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil

ARS – Análise de Redes Sociais

Bacen – Banco Central do Brasil

BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento

BNDE – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESPar – BNDES Participações

Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo

BTN – Bônus do Tesouro Nacional

CARF – Conselho Administrativo de Recursos Fiscais

CDC – Crédito Direto ao Consumidor

CDH – Comissão de Direitos Humanos

Cepal – Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe

CF/88 – Constituição Federal de 1988

CFN – PSDB – Comitê Financeiro Nacional do PSDB

CFN – PT – Comitê Financeiro Nacional do PT

CGU – Controladoria-Geral da União

CLT – Consolidação das Leis do Trabalho

CMN – Conselho Monetário Nacional

CNAE – Código Nacional de Atividades Econômicas

CNPC – Conselho Nacional de Previdência Complementar

CNSP – Conselho Nacional de Seguros Privados

Codip – Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública

Cofins – Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social

Copom – Comitê de Política Monetária

CSLL – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido

CVM – Comissão de Valores Mobiliário

DBGG – Dívida Bruta do Governo Geral

Demab – Departamento de Operações do Mercado Aberto

DIEESE – Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos

DPF – Dívida Pública Federal

DPFe – Dívida Pública Federal externa

DPMFi – Dívida Pública Mobiliária Federal interna

DRU – Desvinculação das Receitas da União

EC – Emenda Constitucional

EUA – Estados Unidos da América

e-SIC – Sistema Eletrônico do Serviço de Informações ao Cidadão

FAF – Fundos de Aplicação Financeira

FAQ-FIF – Fundos de Aplicação em Quotas de Fundos de Investimento Financeiro

FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador

Febraban – Federação Brasileira de Bancos

Fed – Federal Reserve

FEFC – Fundo Especial de Financiamento de Campanha

FGC – Fundo Garantidor de Crédito

FI-FGTS – Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

Fiesp – Federação das Indústrias do Estado de São Paulo

FIF – Fundos de Investimento Financeiro

FMI – Fundo Monetário Internacional

Funpresp – Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal

GEDIP – Gerência da Dívida Pública

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

ICC – Indicador de Custo do Crédito

IDH – Índice de Desenvolvimento Humano

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

IPI – Imposto sobre Produtos Industrializados

LBC – Letras do Banco Central

LDO – Lei de Diretrizes Orçamentárias

LFT – Letras Financeiras do Tesouro

LOA – Lei Orçamentária Anual

LRF – Lei de Responsabilidade Fiscal

LTN – Letras do Tesouro Nacional

MBL – Movimento Brasil Livre

MDB – Movimento Democrático Brasileiro

MEI – Microempreendedor Individual

MPMEs – Micros, Pequenas e Médias Empresas

NED – National Endowment for Democracy

Nesfi – Núcleo de Estudos Sociopolíticos do Sistema Financeiro

NTN – Notas do Tesouro Nacional

NTN-B – Notas do Tesouro Nacional série B

NTN-F – Notas do Tesouro Nacional série F

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OPEP – Organização dos Países Exportadores de Petróleo

ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

PAC – Programa de Aceleração do Crescimento

PAESP – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público

PAF – Planos Anuais de Financiamento

PDP – Desenvolvimento Produtivo

PIB – Produto Interno Bruto

PIL – Programa de Investimentos em Logística

PIS – Programa de Integração Social

PNAD – Pesquisa por Amostragem Domiciliar

PND – Programa Nacional de Desestatização

PNE – Plano Nacional de Educação

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar

Proer – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional

Proes – Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária

PSDB – Partido da Social Democracia Brasileira
PSI – Programa de Sustentação do Investimento
PT – Partido dos Trabalhadores
PUC-RJ – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
RAD – Relatório Anual da Dívida
RCL – Receita Corrente Líquida
RGPS – Regime Geral de Previdência Social
RPPS – Regime Próprio de Previdência Social
SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFN – Sistema Financeiro Nacional
SIS – Síntese de Indicadores Sociais
SPCE – Sistema de Prestação de Contas Eleitorais
STN – Secretaria do Tesouro Nacional
SUSEP – Superintendência de Seguros Privados
TBAN – Taxa de Assistência do Banco Central
TBC – Taxa Básica do Banco Central
TCU – Tribunal de Contas da União
TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo
TLP – Taxa de Longo Prazo
TN – Tesouro Nacional
TPB – Taxa Preferencial Brasileira
TSE – Tribunal Superior Eleitoral
URV – Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	39
1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMÁTICA DE PESQUISA	41
1.1.1. O endividamento do Brasil no contexto da América Latina	44
1.1.2. A queda tendencial da taxa de lucro	54
1.2. OBJETIVOS DA PESQUISA	58
1.2.1. Objetivo geral	58
1.2.2. Objetivos Específicos	58
1.3. FUNDAMENTOS TEÓRICO-METODOLÓGICOS DA PESQUISA	59
1.3.1. A circulação, o capital portador de juros e o capital fictício	59
1.3.2. Procedimentos e métodos de pesquisa	67
1.4. ESTRUTURA DO TEXTO	72
2. DEALERS ATUANTES NO MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS	75
2.1. A DPMFi NO ESTOQUE DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL	75
2.1.1. Diferenças e proporções da DPMFi e da DPFe no estoque da dívida	75
2.1.2. O desenvolvimento do mercado aberto de títulos públicos	87
2.1.3. Detentores da DPMFi e perfis de investimento	94
2.2. <i>DEALERS</i> CREDORES DA DPMFi (2003 a 2018)	103
2.2.1. O que são e como operam os <i>dealers</i>?	103
2.2.2. Principais <i>dealers</i> atuantes no Demab e na Codip	106
2.3. ATUAÇÃO DOS <i>DEALERS</i> EM CADA GOVERNO (2003 a 2018).....	110
2.3.1. Governo Lula 1 (2003 a 2006)	110
2.3.2. Governo Lula 2 (2007 a 2010)	113
2.3.3. Governo Dilma 1 (2011 a 2014)	116
2.3.4. Governo Dilma 2 (2015 a 31/08/2016)	117
2.3.5. Governo Temer (01/09/2016 a 2018)	120
2.3.6. Visão geral dos principais <i>dealers</i> em cada governo	123
2.4. CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO	126
3. A RELAÇÃO DOS <i>DEALERS</i> COM O BNDES	129
3.1. O BNDES E O SEU PERFIL DE INVESTIMENTOS	130
3.1.1. O contexto da criação e da inserção econômica do BNDES	130
3.1.2. Perfil dos aportes do BNDES	134
3.2. <i>DEALERS</i> COMO AGENTES FINANCEIROS INTERMEDIÁRIOS DO BNDES .	140
3.2.1. O que são os agentes financeiros intermediários?	140

3.2.2. BNDES Indireto automático	143
3.2.2.1. <i>Governo Lula 1 (2003 a 2006)</i>	143
3.2.2.2. <i>Governo Lula 2 (2007 a 2010)</i>	148
3.2.2.3. <i>Governo Dilma 1 (2011 a 2014)</i>	154
3.2.2.4. <i>Governo Dilma 2 (2015 a 31/08/2016)</i>	160
3.2.2.5. <i>Governo Temer (01/09/2016 a 2018)</i>	166
3.2.3. BNDES Indireto não automático	172
3.2.3.1. <i>Governo Lula 1 (2003 a 2006)</i>	172
3.2.3.2. <i>Governo Lula 2 (2007 a 2010)</i>	177
3.2.3.3. <i>Governo Dilma 1 (2011 a 2014)</i>	182
3.2.3.4. <i>Governo Dilma 2 (2015 a 31/08/2016)</i>	187
3.2.3.5. <i>Governo Temer (01/09/2016 a 2018)</i>	192
3.2.4 Panorama geral dos agentes financeiros intermediários do BNDES	197
3.3. A INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA COMO ATIVIDADE LUCRATIVA	203
3.3. A questão do <i>spread</i> bancário	203
3.4. CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO	213
4. OS <i>DEALERS</i> NA REDE DE FINANCIAMENTOS DO BNDES	217
4.1. A ATUAÇÃO DOS <i>DEALERS</i> EM GRUPOS	218
4.1.1. A perspectiva dos grupos econômicos e/ou financeiros nesta análise	218
4.2. A ANÁLISE DE REDES SOCIAIS (ARS)	221
4.2.1. Contributos da ARS para este estudo	223
4.3. <i>DEALERS</i> E GRUPOS NA REDE DE FINANCIAMENTOS DO BNDES	225
4.3.1. Governo Lula 1 (2003 a 2006)	226
4.3.2. Governo Lula 2 (2007 a 2010)	235
4.3.3. Governo Dilma 1 (2011 a 2014)	243
4.3.4. Governo Dilma 2 (2015 a 31/08/2016)	251
4.3.5. Governo Temer (01/09/2016 a 2018)	258
4.4. SOLIDARIEDADE DE CLASSE NA REDE DE FINANCIAMENTO DO BNDES	266
4.5. CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO	271
5. A PROJEÇÃO DOS <i>DEALERS</i> À ESFERA POLÍTICA	273
5.1. O CAPITAL FINANCEIRO NA DISPUTA POR HEGEMONIA	273
5.2. FINANCIAMENTO PRIVADO DE CAMPANHAS ELEITORAIS	278
5.3. <i>DEALERS</i> E O BANCO CENTRAL	283
5.3.1. Henrique de Campos Meirelles (Posse:2/01/2003 - Exoneração:31/12/2010)	287
5.3.2. Alexandre Antônio Tombini (Posse: 1/01/2011 - Exoneração: 8/06/2016)	289

5.3.3. Ilan Goldfajn (Posse: 9/06/2016 - Exoneração: 28/02/2019).....	290
5.4. REPRESENTAÇÃO SOCIOPOLÍTICA DOS <i>DEALERS</i>	293
5.4.1. Governo Lula 1 (2003 a 2006)	293
5.4.2. Governo Lula 2 (2007 a 2010)	300
5.4.3. Governo Dilma 1 (2011 a 2014).....	303
5.4.4. Governo Dilma 2 (2015 a 31/08/2016).....	308
5.4.5. Governo Temer (01/09/2016 a 2018).....	312
5.5. VISÃO GERAL DA ARS APLICADA AO FINANCIAMENTO ELEITORAL	316
5.6. CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO	322
6. O ESTADO E O GRANDE CAPITAL FINANCEIRO.....	325
6.1. A POLÍTICA MONETÁRIA NO TRIPÉ MACROECONÔMICO.....	325
6.1.1. A adoção do Tripé Macroeconômico no Brasil	325
6.1.2. A Regra de Ouro e a Lei de Responsabilidade Fiscal.....	333
6.1.3. O Tripé Macroeconômico nos governos Lula, Dilma e Temer	336
6.2. A POLÍTICA FISCAL DO ESTADO COMO ECONOMIA DOMÉSTICA	344
6.2.1. O Novo Regime Fiscal com a Emenda Constitucional nº 95/2016	345
6.3. O CONTRADITÓRIO DISCURSO EM DEFESA DA AUSTERIDADE	350
6.4. CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO	355
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	359
REFERÊNCIAS	367

1. INTRODUÇÃO

A motivação para a elaboração deste estudo decorre do desejo em contribuir com a ampliação dos estudos sociopolíticos sobre o sistema financeiro e sobre o endividamento público, envolvendo as relações mantidas entre o Estado brasileiro e as principais instituições financeiras atuantes no país, incluindo as instituições públicas e privadas, a partir da circulação do capital financeiro. Com uma abordagem crítica, analisamos as implicações destas relações na vigência de estratégias voltadas à centralização e à valorização do capital financeiro, bem como à transferência dos recursos financeiros arrecadados pelo Estado, sobretudo com a atividade fiscal e tributária¹, para as instituições financeiras apontadas no estudo.

Para tal, identificamos as principais instituições atuantes nos mercados de títulos públicos e de crédito, delimitando para este a rede de financiamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), entre 2003 a 2018. No primeiro espaço, analisamos a atuação dos *dealers*, ou seja, das instituições financeiras, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários credenciadas pelo Banco Central do Brasil (Bacen) e pelo Tesouro Nacional (TN) a operar no mercado aberto de títulos públicos. Identificamos as principais instituições atuantes na compra e revenda dos títulos nos mercados primário e secundário, conhecidas como *dealers* do Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab) do Bacen, e *dealers* da Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública (Codip) do TN. Como abordaremos no próximo capítulo, uma instituição financeira *dealer* pode, além de obter lucro nas operações com títulos públicos, beneficiando-se de ofertas restritas às instituições credenciadas, usufruir de marketing positivo, fortalecendo sua imagem e atraindo investidores e correntistas a partir de uma carteira de investimentos variada.

No segundo espaço, analisamos a rede de financiamentos do BNDES, identificando as principais instituições financeiras credenciadas como agentes financeiros intermediários dos desembolsos do BNDES Indireto, bem como o volume e o destino dos recursos do Banco. Considerando as empresas dos grupos econômicos e/ou financeiros aos quais as instituições identificadas se vinculavam, delimitamos a rede de financiamentos do BNDES e investigamos o destino dos desembolsos do BNDES Indireto e do BNDES Direto em seu interior e a participação do BNDESPar no capital das empresas vinculadas a estes grupos.

¹ A atividade tributária do Estado inclui cinco principais tributos, sendo: impostos, taxas, contribuição de melhoria, empréstimos compulsórios e contribuições especiais. Ao longo da exposição deste estudo, descrevemos as arrecadações que compõe o lastro do BNDES e abordamos a política fiscal que pauta as restrições no orçamento da União e o destino do superávit primário ao pagamento dos serviços da dívida pública.

Assim, num primeiro momento, estudamos o papel do Estado como prestatário, captando recursos financeiros das instituições financeiras credenciadas como *dealers*, por meio da disponibilização de títulos públicos sob os quais incorrem prazos e remunerações específicas. Num segundo momento, estudamos o Estado como prestador, apoiando financeiramente setores produtivos e projetos diversos, via BNDES, com empréstimos sobre os quais incidem reduzidas taxas de juros, normalmente equalizadas pelo TN com a emissão de novos títulos, intermediados pelos agentes financeiros credenciados.

Para investigar uma das formas de transposição do poder econômico à esfera política e a manutenção de estratégias para valorização e transferência do capital financeiro, incluímos na rede de financiamentos do BNDES as empresas dos grupos econômicos e/ou financeiros nos quais as principais instituições financeiras atuantes junto ao BNDES e no mercado de títulos públicos se vinculavam e que participaram do financiamento privado das campanhas presidenciais em 2002, 2004, 2010 e 2014. Incluímos também as empresas dos mesmos grupos nos quais os presidentes do Bacen possuíam vínculos profissionais e/ou societários.

Assim, para a elaboração do estudo partimos com as seguintes perguntas: Entre 2003 e 2018, as principais instituições financeiras atuantes no Brasil desempenharam o papel de credores da dívida pública e de financiadores do Estado, ao mesmo tempo em que desempenharam o papel de prestatários e intermediários financeiros dos recursos do Estado, por meio de empréstimos do BNDES Direto e Indireto, e contaram com a participação acionária do BNDESPar no capital das empresas vinculadas aos seus grupos? Tais instituições financeiras, e/ou empresas vinculadas aos seus grupos, financiaram campanhas para presidência da república e atuaram com seus representantes na presidência do Bacen no período? O que as relações apontadas podem representar às discussões sobre a relação entre sistema financeiro, grupos econômicos e Estado no Brasil e sobre o endividamento público?

De modo geral, acreditamos que, com o desenvolvimento deste estudo, contribuímos com os debates existentes sobre as relações estabelecidas entre o Estado e as instituições financeiras, com destaque à atuação das instituições financeiras *dealers* no mercado de títulos e dos intermediários financeiros na rede de financiamentos do BNDES, e sobre os desdobramentos políticos e sociais do endividamento público. Contribuímos também com discussões atinentes à disputa por hegemonia pela fração de classe representante do grande capital financeiro, por meio da investigação do envolvimento destes agentes nos financiamentos privados de campanhas eleitorais e na atuação na presidência do Bacen no período proposto.

Para a continuidade da exposição, contextualizamos o tema e o problema de pesquisa, discorreremos sobre a hipótese de partida para esta investigação e descrevemos os objetivos

principal e específicos que conduziram o desenvolvimento do estudo. Trazemos os fundamentos teóricos e metodológicos, ressaltando os principais conceitos utilizados, bem como os procedimentos e métodos de pesquisa adotados. Por fim, apresentamos a estrutura e a organização do texto com uma concisa apresentação dos capítulos.

1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMÁTICA DE PESQUISA

A série de modificações e adaptações na economia, de modo geral, e nos mercados de títulos e de crédito, de modo específico, permitiram o aumento da participação das instituições financeiras nas operações envolvendo títulos públicos, bem como na intermediação dos recursos do Estado por meio do BNDES. O aumento da dívida pública e a manutenção do sistema do endividamento, permeando a problemática desta pesquisa, pode ser compreendido como fruto das relações mantidas entre estes dois agentes, sobretudo nos espaços investigados, e por meio das quais as estratégias voltadas à circulação e à valorização do capital financeiro são mantidas e uma forma de conversão do poder econômico em poder político pode ocorrer, alimentando a contínua transferência do capital financeiro do Estado às instituições analisadas.

Porém, a compreensão do endividamento como um processo de transferência trata-se de uma das observações que fazemos ao final do estudo. Partimos, no entanto, do entendimento de que a dívida pública contraída com a contratação de operações de crédito, via emissão de títulos públicos e/ou por acordos bilaterais e multilaterais poderia servir como um importante instrumento ao desenvolvimento nacional. Os recursos obtidos com o seu incremento poderiam financiar projetos destinados à implantação, melhoria e adequação da infraestrutura necessária ao desenvolvimento do país e impulsionar setores estratégicos da economia. Os efeitos seriam percebidos no mercado interno, no incremento da produção de bens primários e/ou manufaturados, no desenvolvimento científico e tecnológico, no aumento da arrecadação do governo, entre outros, justificando, em médio e longo prazos, o aumento dos gastos públicos.

A partir dos estudos de Ziliotto (2011, p. 11), passamos a compreender que a dívida pública, enquanto forma de financiamento estatal, poderia, além de viabilizar o desenvolvimento do país com os recursos captados, funcionar como instrumento de controle macroeconômico, seja no aspecto fiscal, monetário e/ou cambial. O governo controlaria a quantidade de moeda em circulação, gerenciando a inflação com a venda e a recompra de títulos públicos. O controle do câmbio poderia ocorrer, entre outros, com a venda de títulos pagos em dólar dos EUA e com a alocação da moeda na economia nacional. A maior ou a menor liquidez provocaria oscilação no valor do dólar em relação a moeda local, podendo incrementar as

exportações e gerar impactos positivos na balança comercial, dada pela relação entre importação e exportação de bens e serviços. Porém, tal medida precisaria estar associada a uma regulação fiscal adequada, pois, a proximidade da moeda local com o dólar dos EUA facilitaria a entrada de produtos importados, diminuindo a competição dos produtos nacionais.

Num contexto de mundialização das finanças, o endividamento poderia também ser compreendido como um modo de inserção dos países no sistema financeiro internacional, considerando centro e periferia em função da divisão internacional do trabalho e do grau de concentração e circulação de capital financeiro. De acordo com Chesnais (2005, p. 40), a dívida pública foi decisiva aos países avançados, como os EUA, onde a constituição de um mercado de obrigações aberto aos investimentos estrangeiros permitiu o financiamento dos déficits do Estado. Os EUA, bem como o Reino Unido, permitiram aos investidores institucionais se beneficiarem da liberalização e da desregulamentação das operações e movimento de capitais, consentindo a aplicação dos valores retidos, especialmente nos fundos de pensão, em produtos financeiros. Nesse movimento, a descentralização das funções exercidas pelos bancos, sobretudo dos serviços de reservas e de crédito, abriu espaço para a atuação das instituições financeiras, grupos econômicos, grupos financeiros e corporações.

O mercado financeiro dos EUA, além de se tornar a base a partir da qual o capital do país operaria em outros mercados, seja diretamente, via Estado, ou indiretamente, via organizações internacionais ou instituições financeiras e grupos, se tornou o local de destino dos capitais ociosos, das poupanças, dos fundos de pensão e dos patrimônios das classes ricas. Diante do volume e dos rendimentos ofertados, o mercado financeiro estadunidense passou a transmitir segurança aos investidores, assumindo, dessa forma, posição privilegiada no processo de mundialização financeira, segundo Chesnais (2005, p. 45). Em outras palavras, o processo de inserção dos EUA no centro do sistema financeiro internacional possibilitou o estabelecimento da sua hegemonia na composição do capital mundial.

Por um lado, a mundialização das finanças permitiu aos mais diversos países o acesso ao capital de empréstimo externo, estabelecendo relações bilaterais e multilaterais com países e organizações internacionais, e/ou com bancos e grandes instituições financeiras. Por outro lado, os acordos realizados em função dos empréstimos, o crescimento do endividamento público, a constante necessidade de financiamento e a divisão internacional do trabalho, entre outros, enraizaram os países em desenvolvimento, como os da América Latina, na periferia do sistema financeiro internacional, a partir de um contexto de dependência do capital externo.

O processo de financeirização, evoluindo para uma escala global, passou a demandar a criação e a manutenção de condições favoráveis aos investimentos, com adequações nas

esferas econômica e política dos países, o que culminou numa relativa e gradual transferência da governabilidade, especialmente dos países da periferia do sistema financeiro internacional, às corporações globais. A dívida pública, nesse sentido, não possibilitaria o exercício completo da autonomia dos governos, mas o aumento da dependência que, diante da organização do mercado financeiro internacional e da divisão internacional do trabalho, contribuiria com a concentração e a transferência de capital financeiro dos Estados, como no caso do Brasil.

Atualmente, a maior parte do estoque da dívida pública brasileira é contraída com a emissão de títulos públicos no mercado interno, sendo que grande parte destes papéis estão sob posse de instituições financeiras públicas e privadas, nacionais e internacionais. Considerando que o Bacen, operacionalizando os leilões de títulos, tem como um dos seus objetivos financiar o déficit orçamentário do Estado e refinar a dívida pública, o aumento do endividamento pode ocorrer sem respaldos significativos ao país e à sua macroeconomia, como apontado.

Em outras palavras, a venda de títulos públicos no Brasil, com indexadores e prazos específicos, pode beneficiar os investidores, sem grandes contrapartidas à economia nacional. O estabelecimento da Taxa Selic, a partir das definições do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Comitê de Política Monetária (Copom), por exemplo, pode privilegiar os detentores dos papéis com melhores remunerações, não o desenvolvimento econômico e social do país. Para Fattorelli (2014, p. 10), o “sistema da dívida pública” corresponde a utilização do endividamento “às avessas” onde, ao invés de servir como instrumento de aporte ao Estado, promove uma contínua e crescente subtração dos recursos, direcionando-os, principalmente, ao setor financeiro privado. Trata-se, desse modo, de um processo contínuo de transferência da riqueza produzida e da socialização dos prejuízos com toda a população.

De acordo com Marx (2017a, p. 824), a dívida pública se torna a única parte da pseudo-riqueza nacional colocada em posse coletiva dos povos modernos quando o excesso de dívidas obriga os governos a recorrerem a novos empréstimos, levando ao aumento dos impostos. Para o autor, a acumulação do capital da dívida pública revela-se como um aumento na classe de credores do Estado que passam a deter o privilégio de retirar antecipadamente para si uma quantidade da massa dos impostos públicos (MARX, 2017b, p. 524). Assim, o Estado devedor reembolsa suas dívidas graças ao imposto recolhido sobre o trabalho coletivo futuro, ou seja, o pagamento é garantido pela capacidade do Estado em captar impostos sobre trabalho futuro.

O endividamento se torna um grande negócio, segundo Benakouche (2018, p. 197), quando os credores, compondo uma cadeia ou rede de atores, obtém, direta ou indiretamente, formal ou informalmente, benefícios econômico ou não econômico, formal ou informal, direto ou indireto, explícito ou implícito, dito ou não dito. Como um negócio, o endividamento dos

países periféricos representou ganhos aos países centrais em formas diversas, como no caso dos EUA que escoaram produtos e serviços aos países endividados entre 1980 e 1990, evitando e/ou amenizando internamente os efeitos da crise, e ampliaram a internacionalização dos seus espaços produtivos e circuitos bancários, quebrando com a rigidez de seus próprios sistemas institucionais. Desta forma, os países da América Latina, além de se tornarem espaço de circulação e valorização do capital financeiro acumulado nos países centrais, contribuíram, num contexto de dependência do capital externo, com o desenvolvimento daqueles países².

O autor aponta o risco da perda da soberania monetária quando o endividamento externo é realizado na moeda do país credor. Para Benakouche, “aqueles que têm moeda não são endividados; eles têm apenas “quase-dívida” e os periféricos têm dívidas externas, predominantemente em dólares” (2018, p. 223). Ainda que a dívida interna dos países seja contraída na moeda local, as condições para tornar esta dívida uma plataforma internacional de acumulação e valorização do “capital-rentista” e “curtista”, nativo e internacional, foram reunidas. Para o autor, a maior participação do capital externo na dívida pública significa a adoção, pelos países endividados, de uma política de gestão do endividamento, incluindo as dívidas interna e externa, nos moldes da internacionalização, definindo, por sua vez, a forma de inserção destes países no processo de financeirização (BENAKOUCHE, 2018, p. 245).

Assim, compreender o processo histórico da dependência dos países na América Latina, em especial do Brasil, a partir da inserção destes na periferia do capitalismo e do sistema financeiro internacional, além do exercício de contextualização, trata-se da compreensão dos elementos que estruturam as relações entre instituições financeiras e o Estado hoje observadas.

1.1.1. O endividamento do Brasil no contexto da América Latina

Os processos individuais e coletivos que levaram à independência da América Latina no início do século XIX fez surgir um conjunto de países que, advindos de uma estrutura erguida em bases coloniais, giravam em torno da relação comercial estabelecida com países da Europa, em especial com a Inglaterra. Ainda que cada país latino americano possua suas especificidades, na trajetória comum e compartilhada, considerando a dependência de capital externo e dos

² Mesmo sem discutir ao longo do texto, consideramos oportuno ressaltar a lei do desenvolvimento desigual e combinado, por Leon Trotsky, onde a ocorrência simultânea de aspectos avançados e atrasados no processo histórico do desenvolvimento econômico, levaria os países atrasados ao desenvolvimento do capitalismo em seu interior, combinando elementos modernos dos países avançados com condições culturais e materiais mais antigas. Quanto mais tarde um país se industrializasse, mais conservadora seria a burguesia local e maior a sua oposição ao proletariado. A burguesia optaria por alianças com as classes dominantes, sem romper com a estrutura de poder. Assim, o projeto político da classe trabalhadora destes países não deveria considerar alianças com a burguesia, como na Revolução Francesa no século XVIII, mas a construção de um projeto próprio.

acordos comerciais e fiscais, houve a transferência de recursos materiais, imateriais e financeiros aos países centrais, como abordaremos ao longo desta seção.

No caso do Brasil, a declaração de independência consolidou um marco no endividamento público. O governo passou a emitir seus próprios títulos e a realizar contratos de empréstimos com outras nações, sobretudo com a Inglaterra, nos chamados empréstimos da independência. Os recursos captados, além de serem destinados ao pagamento das dívidas da coroa portuguesa com Inglaterra e à indenização de Portugal pela perda da colônia, visavam à adequação e à implantação de infraestrutura necessária ao comércio no Brasil, como a construção da São Paulo Railway, em 1827, ligando o planalto paulista ao litoral.

Os contratos de empréstimos previam juros e prazos aos pagamentos e definiam as trocas comerciais a serem feitas entre o Brasil e a Inglaterra, incluindo a aquisição, pelo Brasil, de produtos de pouca relevância, como palito de dentes, cabos de vassoura e, até mesmo, gelo norueguês! Segundo Ziliotto (2011, p. 24), em 1822, a dívida interna brasileira alcançava 5,7 mil contos de réis, passando para 12 mil contos em 1826, e reduzida para 3,7 mil contos em 1829. Numa possível conversão, a quantia equivaleria a R\$ 109 milhões³ em 1829.

Assim, a dívida pública, no contexto da independência formal dos países latino americanos, passou a representar um importante dispositivo de transferência dos excedentes obtidos nas relações comerciais e um relevante mecanismo de escoamento dos bens produzidos nos países europeus para novos mercados, fruto da necessidade de controle dos preços e da taxa de lucro dos setores produtivos daqueles países. Como exemplo de transferência de excedentes das relações comerciais, o aumento do saldo da balança comercial do Brasil na década de 1860 coincidiu com o aumento do serviço da dívida externa, ou seja, com os pagamentos de juros e amortizações saltando dos 50% deste saldo, para 99% na década seguinte (SODRÉ, 1964, apud MARINI, 2005, p. 140). Junto aos valores transferidos, o Brasil seguiu importando produtos europeus, ainda que a demanda por estes no mercado interno brasileiro fosse quase ausente.

As relações comerciais entre os países da América Latina e os países europeus, consolidando a divisão internacional do trabalho, reservando aos primeiros o papel de produtores de bens agrícolas e de matérias primas e, aos segundos, o papel de produtores de manufaturas e bens industrializados, impulsionou o processo de subordinação dos países da periferia do capitalismo, formalmente independentes, aos países centrais “em cujo marco as relações de produção das nações subordinadas são modificadas ou recriadas para assegurar a reprodução ampliada da dependência”, segundo Marini (2005, p. 141).

³ Os dados para a conversão são pautados nos estudos de Ziliotto (2011, p. 24), a partir do valor do Real em 2004.

No entanto, a contribuição da América Latina para o desenvolvimento do sistema capitalista foi além da mera oferta de alimentos e matérias primas aos países centrais. Os baixos valores pagos pelos produtos exportados possibilitaram o acesso dos trabalhadores europeus aos bens alimentícios com valores reduzidos, o que possibilitou a diminuição dos salários pagos e o aumento da taxa média de lucro dos capitalistas daqueles países. O crescimento do lucro, por sua vez, contou com incremento tecnológico, mudando o eixo de acumulação da economia industrial da mais-valia absoluta para a mais-valia relativa, ou seja, passando a depender mais da capacidade produtiva do trabalho, do que apenas da exploração do trabalhador, segundo o autor. Contraditoriamente, “o desenvolvimento da produção latino-americana, que permite à região coadjuvar com essa mudança qualitativa nos países centrais, dar-se-á fundamentalmente com base em uma maior exploração do trabalhador” (MARINI, 2005, p. 144). Ainda que Marini enfatize o aumento da capacidade produtiva do trabalho, entendemos, no entanto, que uma das diferenças entre o desenvolvimento dos países localizados no centro do capitalismo dos países localizados na periferia se refere a diferentes graus de exploração dos trabalhadores.

O aumento da taxa média de lucro do setor produtivo dos países da América Latina não contou com grandes investimentos na capacidade produtividade, mas com a superexploração do trabalhador, por meio da diminuição do pagamento pelo trabalho realizado, ou seja, pela diminuição do valor do trabalho. Assim, Marini aponta que “chamada para contribuir com a acumulação de capital com base na capacidade produtiva do trabalho, nos países centrais, a América Latina teve de fazê-lo mediante uma acumulação baseada na superexploração do trabalhador” (2005, p. 162). Importante considerar que os apontamentos e análises de Marini são parte do debate existente sobre a teoria dependência e, mesmo sem procedermos com a abertura que esta temática sugere, expomos alguns elementos observados pelo autor, realizando a contextualização necessária ao avance deste estudo.

As dívidas, além de provocarem a transferência dos excedentes obtidos nas relações comerciais, considerando importação e exportação de bens e serviços, e do lucro obtido via superexploração do trabalhador, provocaram a transferência dos recursos obtidos pelos Estados com tributos e impostos. Essa transferência pode ser observada, por exemplo, quando a dívida brasileira aumentou em função da queda na venda do café e da borracha e com as consequências da Revolução Federalista e da Guerra de Canudos. Diante do contexto de caos econômico e social, o presidente Campos Sales, em 1898, realizou novos acordos de empréstimos com a Inglaterra, culminando no primeiro *funding loan*⁴ realizado pelo país. As 10 milhões de libras

⁴ O *funding loan* é concessão de novo empréstimo que, somado aos anteriores, comprará apenas uma única dívida.

emprestadas ao Brasil e a aceitação de uma moratória, ou seja, a suspensão temporária do pagamento dos juros da dívida externa, previa o direito à renda das alfândegas do Rio de Janeiro e de outros Estados, além das receitas da Estrada de Ferro Central do Brasil e do serviço de abastecimento de água do Rio de Janeiro (ZILIOTTO, 2011, p. 62).

Ainda que nos primeiros anos do século XX, durante o governo de Rodrigues Alves, tenha ocorrido uma melhora nos indicadores da dívida brasileira, o alívio se deu em função da diminuição das despesas do governo, da suspensão de obras e investimentos e de ajustes nas políticas fiscais. No entendimento de Ziliotto (2011, p. 62), o período de estabilidade é fruto da austeridade fiscal e monetária, do crescimento das exportações, do aumento dos investimentos externos no Brasil e do programa de defesa do café, conhecido como o Convênio de Taubaté⁵.

O início da Primeira Guerra Mundial afeta os pagamentos externos do Brasil em razão da queda da receita tributária advinda da exportação do café e da borracha. Tal contexto levou o país a realizar um segundo *funding loan* com a Inglaterra, em 1914, e um terceiro em 1931. Assim, considerando os investimentos estrangeiros no Brasil entre 1900 e 1930 temos a seguinte evolução da dívida externa em libras esterlinas: £ 44,3 milhões no ano de 1900; £ 150,7 milhões em 1914; e £ 251,6 milhões em 1930 (ABREU, 2002, p. 517).

O início do processo de industrialização dos países da América Latina não implicou substancial modificação no desenvolvimento econômico da região, tendo em vista a subordinação da indústria nascente ao abastecimento das indústrias europeias com insumos pré-industrializados. No período entre guerras, o excesso de produtos latino americanos, fruto da queda das exportações, encontrou como destino os mercados internos. Porém, se considerarmos o mercado interno como contrapartida da acumulação de capital que, em função da separação entre produtor e os meios de produção, cria o trabalho assalariado e os consumidores, na América Latina, a superexploração do trabalho e os baixos salários impediram o pleno desenvolvimento do mercado consumidor e a absorção integral do excedente da produção.

A intensificação do programa de compra e destruição dos estoques de café pelo governo brasileiro, financiado por papéis federais lastreados em empréstimos externos, acarretou o aumento do endividamento. Diante do crescente déficit público e das consequências deste ao Brasil, em 1937, Vargas suspende o pagamento da dívida em decreto unilateral de

⁵ Em linhas gerais, o Convênio de Taubaté, firmado entre os governadores dos estados de São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro, estabelecia, entre outros, preços mínimos para a compra do excedente pelos governos, o desencorajamento da exportação de tipos com qualidade inferior, o estímulo ao consumo interno e restrições na expansão das lavouras. As compras dos excedentes pelos governos seriam financiadas por emissões lastreadas em empréstimos externos e teriam como destino, em sua maior parte, a fogueira. Assim, o convênio visava controlar a queda do preço do produto de modo artificial, manipulando a sua oferta.

moratória. Na década de 1940, as novas negociações para a retomada dos pagamentos culminaram num quarto *funding loan*, apesar da resistência de Vargas (ZILIOTTO, 2011, p. 78). Assim, a dívida externa brasileira, num curto alívio, passou de £ 251,6 milhões, em 1930, para £ 240,3 milhões em 1940, segundo Abreu (2002, p. 517).

Com o reaquecimento dos mercados internacionais entre as décadas de 1950 e 1960, a nova acumulação de capital financeiro pelos países centrais intensificou os investimentos e empréstimos realizados aos países da América Latina. Os acordos de empréstimos formalizados e intermediados por organizações como o Banco Mundial, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o Fundo Monetário Internacional (FMI) estabeleciam os itens a serem importados e exportados, as taxas e tributos das transações realizadas, a liberalização e a abertura do fluxo de capital dos países, a compra de maquinários obsoletos aos países centrais e o estabelecimento de juros, condições e prazos aos pagamentos.

Como consequência da grande entrada de capital externo nos países latino americanos, os estudos da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal) mostram que, ao final da década de 1960, a América Latina havia remetido ao exterior US\$ 28,4 bilhões em serviços da dívida, sendo que, no mesmo período, apenas US\$ 20,1 bilhões entraram na forma de investimentos e empréstimos. Nas palavras de Celso Furtado, citadas por Kucinski e Branford (1987, p. 89): “A menos que instituições financeiras tornem-se muito mais ativas, a região não apenas estará remetendo mais lucros para fora do que os investimentos que recebe, como estará contratando empréstimos meramente para servir à dívida passada”.

Neste contexto, o Brasil adota o Plano de Metas do governo de Juscelino Kubitschek (1956-1960) que, numa perspectiva nacional desenvolvimentista, incentivou a realização de parcerias entre as indústrias nacionais e os investidores privados, impulsionando os setores de energia e de transporte, e acelerando a criação de portos e da nova capital Brasília. Houve maior intervenção do governo na economia com incentivos aos empresários nacionais para ampliação e abertura de novas indústrias, e aos empresários estrangeiros para instalação de empreendimentos no país. O plano adotado acelerou o desenvolvimento econômico ao mesmo tempo em que ameaçou a estabilidade interna com a desvalorização da moeda nacional, com o aumento dos gastos do governo e com a elevação da dívida externa.

O Programa de Estabilização Monetária de 1958, prevendo o controle da expansão monetária e creditícia, com a redução dos gastos públicos brasileiros, com o aumento da carga tributária e com o equilíbrio da balança de pagamentos foi abandonado em 1959, quando o governo interrompeu as negociações com o FMI. Neste cenário, Jânio Quadros assume a presidência em janeiro de 1961, renunciando em agosto do mesmo ano. O vice, João Goulart,

lançando o Plano Trienal, encabeçado por Celso Furtado, tentou controlar a inflação e retomar o crescimento econômico do país. Com o fracasso do novo plano, Goulart fez uso de uma série de decretos-lei na tentativa de nacionalizar empresas privadas de petróleo e desapropriar áreas para reforma agrária. Estas ações provocaram o furor dos capitalistas nacionais e do capital internacional, e Goulart passou a representar, polemicamente, uma ameaça comunista ao país.

Em 1964 ocorre o golpe civil-militar organizado pelos principais líderes da burguesia nacional brasileira, por empresários e multinacionais norte-americanas apoiados pelo governo dos EUA, por militares brasileiros e demais lideranças políticas. Trata-se do período da Guerra Fria e do momento em que os EUA intervêm nos países da América Latina para impedir o avanço de ideias consideradas de cunho comunista. No Brasil, as primeiras medidas implantadas por Castelo Branco (1964-1967) foram a redução dos gastos do governo, a restrição do crédito, o arrocho salarial e ajustes fiscais. Inicia-se uma série de reformas no sistema bancário e financeiro nacional, concretizadas especialmente com a Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964, a Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 que, de modo geral, reestruturaram o sistema financeiro com a ampliação e a diversificação do número de intermediários, a partir de áreas de atuação específicas e pré-determinadas, e disciplinaram o mercado de capitais com medidas voltadas ao seu desenvolvimento, conforme aponta Macarini (2007, p. 344).

Nos governos Costa e Silva (1967-1969) e Médici (1969-1974), com a política econômica conduzida por Delfim Neto, houve modificações na condução da política bancária e financeira até então observada no regime militar. As autoridades, pautadas na crença de que uma economia de escala reduziria os custos operacionais dos bancos, contribuindo para a redução dos juros e, por conseguinte, com o desenvolvimento do país, passaram a adotar medidas que sinalizavam o estímulo à concentração bancária, entendido por Macarini (2007, p. 344) como o processo de expansão por absorção e acumulação interna dos bancos comerciais, e à centralização financeira, via processo de diversificação das atividades financeiras. O projeto de conglomerado, como componente importante da estratégia de desenvolvimento do governo Médici, visava incorporar alguma forma de integração banco-indústria e assegurar o pretendido crescimento acelerado do país com a participação de grandes empresas privadas nacionais. No entanto, ainda que as medidas tomadas tenham sinalizando tal propósito, o projeto fracassou e foi colocado à margem pelo governo Geisel (1974-1979) (MACARINI, 2007, p. 345).

O governo Médici (1969-1974), operando o chamado Milagre Econômico Brasileiro, aprofundou o endividamento ao ampliar o incentivo para a entrada de capitais internacionais no país. Como grande parte da produção brasileira era consumida pelas classes abastadas e/ou

colocada no comércio internacional, a arrecadação estatal se deu por meio das exportações. No entanto, a dívida externa ultrapassou o resultado da balança comercial, inviabilizando a gestão da dívida em longo prazo. Para Wickert (2008, p. 14), ao destinarmos uma parte da balança comercial ao pagamento dos serviços da dívida, estávamos exportando capitais duplamente.

De modo geral, nas décadas de 1960 e 1970, os empréstimos realizados ao Brasil e aos demais países da América Latina eram oriundos de países como Inglaterra e EUA, de organizações como o Banco Mundial e o BID e de bancos privados internacionais. Frente ao crescimento da transferência de recursos e a constante dependência de capital externo, num contexto de exploração dos países periféricos pelos países centrais, cresce também o movimento de resistência contra o modelo de endividamento e contra a hegemonia dos EUA, ameaçando o poder confiscatório que instalava na América Latina. Em resposta, uma máquina de repressão foi montada. A atuação da Escola das Américas e a Operação Condor, envolvendo alianças político-militares do Brasil, Argentina, Chile, Bolívia, Paraguai, Uruguai e a CIA dos EUA, foram responsáveis pela repressão e punição de diversos líderes de esquerda.

Além das lideranças populares, os governos dos países latino americanos também se tornaram alvo da campanha contra-insurgência. O presidente argentino, Arturo Frondizi, foi deposto em 1962, seguido, em 1963, por Carlos Julio Arosemena Monroy, presidente do Equador, e por Juan Bosch, da República Dominicana. João Goulart foi deposto no Brasil em 1964, mesmo ano em que Victor Paz Estenssoro foi deposto na Bolívia. Em 1968, Fernando Belaúnde Terry é deposto no Peru e, em 1973, Salvador Allende é morto no Chile, ano em que inicia a ditadura militar no Uruguai. Sob regime militar, os países da América Latina foram inundados com petrodólares, aumentando desastrosamente suas dívidas externas.

Segundo Kucinski e Branford (1987, p. 64), a dívida da América Latina que somava US\$ 11,7 bilhões em 1968, passou para US\$ 59,1 bilhões em 1974. Ao final de 1979 essa quantia alcançou US\$ 180 bilhões e, em 1985, atingiu US\$ 368 bilhões. Os juros pagos neste período somaram US\$ 209 bilhões. No Brasil, a dívida externa saltou de US\$ 3 bilhões em 1964, para US\$ 7,4 bilhões em 1972, e para US\$ 8,5 bilhões em 1974. Já a dívida interna do Brasil, praticamente inexistente até 1964, passou de Cr\$ 73 milhões em 1964, para Cr\$ 24 bilhões em 1972, e para Cr\$ 47,4 bilhões em 1974, de acordo com Ziliotto (2011, p. 96).

Após 1971, ano em que ocorreu a quebra unilateral do acordo de Bretton Woods pelos EUA, um golpe para hegemonizar a economia mundial, determinando o fim da conversibilidade do dólar dos EUA em ouro, dois principais fatos históricos agravaram as dívidas dos países latino americanos sob regime militar. No primeiro, o aumento de quase 400% do preço do petróleo pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) em protesto ao apoio

prestado pelos EUA à Israel durante a Guerra do Yom Kippur, gerou grande portabilidade da moeda pelos países membros e a necessidade de um canal de investimentos protegido da especulação e da instabilidade inflacionária internacional. Junto das operações *offshore*, ou seja, das operações realizadas por bancos e instituições financeiras fora do país de origem, e dos empréstimos consorciados, onde os bancos se associam numa única operação de crédito, ampliaram-se os empréstimos aos países da América Latina.

Trata-se, sobretudo, da expressão da crise estrutural do capital, mais especificamente da incapacidade do sistema em remunerar de forma satisfatória grandes massas de capital acumuladas, tendo em vista a sobre capacidade de produção nas indústrias e as dificuldades da realização da mais-valia em função do desemprego e dos baixos salários dos trabalhadores empregados. A crise do petróleo, como difundido, foi apenas a forma mais visível da crise.

No segundo fato, os EUA estabeleceram o aumento de taxa de juros, via Federal Reserve (Fed), como política de combate à inflação. Atraindo os dólares espalhados pelo mundo e diminuindo a liquidez da moeda no mercado internacional, controlaram a inflação ao custo de desastrosas consequências aos países com dívidas em dólar à taxa de juros flutuantes. O caos gerado pelo endividamento revelou números surpreendentes. Conforme apontam Kucinski e Branford (1987, p. 47), em 1985, cerca de 150 milhões de latino-americanos viviam com renda mensal inferior a 40 dólares, aproximadamente 20 milhões a mais quando comparado aos dados de 1981. No Brasil, 40% da população passou a viver abaixo da linha da pobreza absoluta, segundo PNAD⁶. Houve também considerável redução nos salários mínimos, como no México que, entre 1981 e 1983, teve queda de 35%. No Brasil, a queda foi de 30% e, no Peru, entre 1981 e 1984, a queda foi de 60% (1987, p. 47).

A crise da dívida, fruto da crise do capital, provocou brutal queda de renda e deterioração dos serviços públicos no Brasil. O incremento das exportações, como forma de aumentar a arrecadação com saldo positivo na balança comercial, deixou em segundo plano o abastecimento interno. Segundo Kucinski e Branford (1987, p. 55), a produção de arroz caiu em 15% entre 1978 e 1984, a de milho caiu 6,3%, e a de feijão, 1,6%. A população, que cresceu 2,4% no período, enfrentou grave crise no abastecimento de alimentos, tendo o índice de crianças desnutridas menores de cinco anos passando de 11,3% em 1980, para 16,3% em 1984. Segundo os autores, a grave situação de saúde das crianças no Brasil fez com que surgissem polêmicas teorias afirmando que uma geração de anões e débeis mentais estava nascendo.

⁶ Pesquisa por Amostragem Domiciliar (PNAD) do IBGE, foi publicada na Folha de São Paulo, em 19 de outubro de 1985, e citada por Kucinski e Branford (1987, p. 47).

O Banco Mundial e o FMI, assumindo o papel de supervisores do sistema financeiro global, estabeleceram os termos para os pagamentos, envolvendo novos ajustes e acordos baseados no Consenso de Washington⁷. No Brasil, uma das estratégias adotadas pelo governo foi a colocação de títulos públicos nos mercados de capitais do exterior, os chamados títulos *bonds*, permitindo o financiamento dos déficits orçamentários. O mercado interno de títulos públicos brasileiro se desenvolveu junto à intensificação da atuação das instituições financeiras na aquisição de papéis de curto prazo indexados à inflação. Protegendo-se das oscilações da inflação, as instituições financeiras também atuaram nas operações *overnight*⁸, enriquecendo de forma exacerbada num período de intensa instabilidade econômica e política no país.

Com o fracasso do Plano Bresser em 1987, que visava estabilizar a economia brasileira com reajustes nas tarifas dos combustíveis, do serviço de telefonia e da distribuição da energia elétrica, dos salários e do câmbio, o governo Sarney, sem reservas para os pagamentos dos serviços da dívida, decretou moratória em fevereiro de 1987, retomando as negociações com o FMI em novembro do mesmo ano. O Plano Verão de 1989, que previa o congelamento dos preços e dos salários e criação de uma nova moeda, o Cruzado Novo, também fracassou. Nesse cenário, a dívida externa brasileira passou de US\$ 47,4 bilhões em 1982, para US\$ 93,1 bilhões em 1987, e para US\$ 89,5 bilhões em 1989, segundo Ziliotto (2011, p. 114).

Eleito presidente do Brasil em 1990, Fernando Collor de Mello inicia as privatizações das empresas estatais⁹. Nos primeiros leilões foram aceitos como pagamento os títulos da dívida pública brasileira em posse dos investidores. Grande parte dos valores arrecadados foi destinado ao abatimento da própria dívida. O controle da inflação, por meio da redução da circulação da moeda na economia, previsto no Plano Collor, motivou o sequestro por 18 meses das poupanças e aplicações financeiras de pessoas físicas e jurídicas. O congelamento dos salários e dos preços, a reforma administrativa, as mudanças relacionadas ao comércio exterior e à política cambial,

⁷ Trata-se do conjunto de regras e medidas formuladas por economistas de instituições financeiras localizadas em Washington D.C., incluindo o FMI, o Banco Mundial e o Departamento do Tesouro dos EUA, que se tornou a política oficial do FMI em 1990, pautando os ajustes macroeconômicos a serem adotados pelos países em desenvolvimento com dificuldades econômicas. O termo é utilizado, atualmente, para denominar a agenda neoliberal responsável, entre outros, pelas diretrizes do capital financeiro internacional.

⁸ De modo geral, as operações *overnight* possuem o prazo de um dia para o investimento e o retorno, e são restritas às instituições financeiras. Nestas operações, a taxa *Over Andima* refere-se a uma taxa referencial da média dos negócios realizados por um dia com troca de títulos públicos, segundo cálculos da Andima.

⁹ Importante mencionar que, em 1988, especialistas em política externa ligados ao Departamento de Estado dos EUA elaboraram e publicaram o Documento de Santa Fé II, definindo estratégias para o combate do que afirmavam ser um ataque aos países latino-americanos deferido por uma aliança entre a subversão comunista, o terrorismo e o narcotráfico. Além de fazer referências à expansão estadunidense na América Latina, o documento fazia uma série de recomendações aos países. No caso do Brasil, indicava-se a necessária redução do papel do Estado, o fortalecimento da sociedade civil liberal, a cooptação das elites locais, o convencimento das Forças Armadas Brasileiras para atuar contra os movimentos subversivos, entre outros.

e os ajustes fiscais compuseram as estratégias do plano que, por sua vez, fracassou, assim como o Plano Collor II. A crescente oposição e a crise de legitimidade fruto das denúncias de corrupção forçou a renúncia de Collor em meio ao seu impeachment. Neste novo contexto, a dívida externa do Brasil entre 1990 e 1994 passou de U\$ 87 bilhões para U\$ 94,9 bilhões, um crescimento nominal de 9,1%, ou seja, 2,2% ao ano em média (ZILIOTTO, 2011, p. 119).

Itamar Franco, assumindo a presidência do Brasil em 1992, nomeou Fernando Henrique Cardoso (FHC) como ministro da economia que, por sua vez, foi responsável por organizar a estrutura necessária à criação de uma nova moeda nacional. Indexando a moeda corrente a uma moeda virtual, a Unidade Real de Valor (URV), e estabelecendo os preços e os salários em URV, o Real foi implementado. Com a inflação inicialmente controlada, a renegociação dos débitos públicos incluiu a criação dos títulos *Brady-Bonds* que, destinados à renovação da dívida do país e à tomada de novos empréstimos em diversas instituições financeiras, provocaram um incremento na dívida brasileira, facilitando as negociações com o FMI em torno das privatizações das empresas estatais, segundo Fattorelli (2013, p. 55).

FHC, eleito presidente entre 1995 e 2002, acentua o endividamento público brasileiro com a assunção dos passivos dos estados, municípios e bancos. A dívida interna neste período foi impulsionada especialmente pelo Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes) e pelo Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer). Os programas compunham a política de saneamento e privatização dos bancos estatais por seus governos, a partir de linhas de crédito e de títulos emitidos pelo governo federal. Bancos foram extintos, liquidados, federalizados ou transformados em agências de fomento. A iniciativa reduziu a participação de 17,6% para 3,8% dos ativos totais dessas instituições no Sistema Financeiro Nacional (ALVIM, 2017, p. 52).

No contexto da América Latina, ainda que a construção de uma frente de resistência coletiva contra o sistema de endividamento tenha se iniciado em 1985¹⁰, as negociações e iniciativas foram realizadas posteriormente e de forma individual. Como exemplo, destacamos o Equador que, em 2007, criou a Comissão para a Auditoria Integral do Crédito Público por ação do então presidente Rafael Correa. Com o relatório demonstrando irregularidades e indícios de ilegalidades, Correa determinou a suspensão dos pagamentos aos detentores dos títulos e, após referendo jurídico, propôs pagar de 25% a 30% dos valores de face. Os portadores

¹⁰ Em 1985, Fidel Castro convocou 1200 representantes dos países da América Latina, incluindo representações de organizações da sociedade civil e de movimentos sociais, para discutir uma estratégia coordenada de ação. Da reunião em Havana ao novo encontro realizado no Uruguai, os 11 países do Grupo de Cartagena rumaram em direção a uma ação coletiva, com a criação de um comitê permanente de acompanhamento das negociações.

que não concordassem deveriam recorrer à justiça em ação contra o Equador. No entanto, cerca de 95% dos detentores dos títulos públicos aceitaram a proposta realizada.

Outro exemplo se refere à Comissão Parlamentar de Inquérito sobre a Dívida Pública no Brasil proposta pelo deputado Ivan Valente em 2008. Mesmo encontrando irregularidades e indícios de ilegalidade nas dívidas interna e externa, parece não ter ocorrido disposição política para a continuidade do inquérito. Mais tarde, uma nova proposta de auditoria da dívida incluída como emenda no Plano Plurianual (2016-2019) foi vetada pela presidente Dilma Rousseff. A emenda proposta pelo deputado Edmilson Rodrigues e acatada pela Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados antevia a participação de entidades da sociedade civil. Com desfecho diferente do Equador, é possível que a pressão política de membros do governo, sobretudo das grandes instituições financeiras no Brasil, tenha provocado o recuo da auditoria.

Assim, na dinâmica de transferência do capital financeiro do Estado ao longo da história via endividamento público, percebemos o contexto em que as relações econômicas entre os países centrais e os países da América Latina se convertem numa relação de poder, dos primeiros sobre os segundos. Identificamos que as instituições financeiras, ampliando a atuação no Brasil, utilizaram o aparato do Estado como meio de circulação e valorização do capital financeiro, especialmente via atuação no mercado de títulos públicos. Com este entendimento, passamos à uma breve discussão sobre a queda tendencial da taxa de lucro, relacionando as dinâmicas do mercado de títulos públicos e da rede de financiamentos do BNDES, e a partir da qual destacamos a hipótese de partida para o desenvolvimento do estudo proposto.

1.1.2. A queda tendencial da taxa de lucro

Com as perguntas iniciais descritas e com a contextualização do problema de pesquisa apresentada, nos dedicamos a discorrer, de forma breve, sobre o processo de circulação e valorização do capital no mercado produtivo e no mercado financeiro, afim de demonstrar, com este exercício teórico, o caminho trilhado para a definição da hipótese inicial desta investigação.

Para tal, nos apoiamos na lei da queda tendencial da taxa de lucro do setor produtivo que, segundo Marx, tende a limitar a parte apropriada pelos capitalistas monetários, incluindo banqueiros e investidores profissionais, sobre o lucro obtido pelos empresários com a apropriação da parte do mais-trabalho realizado e não pago. Em outras palavras, partimos da compreensão de Marx sobre os limites da valorização do capital financeiro, em decorrência da queda gradual da taxa de lucro e das fronteiras em que o capital se realiza em mais capital, para analisar a circulação do capital financeiro nos mercados de títulos e de crédito do BNDES.

Segundo o autor (MARX, 2017b, p. 587), na medida em que ocorre a queda na taxa de lucro dos capitalistas reprodutivos, ou seja, dos empresários do setor produtivo, e na medida em que se verifica o crescimento da disponibilidade de capital emprestável pelos capitalistas monetários inicia-se uma progressiva queda na taxa de juros sobre os empréstimos efetuados. Uma vez que este capital de empréstimo é aplicado na produção pelos capitalistas reprodutivos e que, por meio deste incremento, ocorre maior obtenção de lucro, aumentando a taxa média de lucro, a tendência à elevação gradual da taxa de juros cobrada pelos capitalistas monetários é verificada. Contudo, o autor nos atenta que as oscilações nos juros cobrados nos empréstimos pelos capitalistas monetários, implicando menor ou maior capacidade de o capital se realizar em mais capital, precisam ser compreendidas dentro da dinâmica do ciclo industrial, que inclui momentos de estagnação, estabilidade, crescimento, superprodução e crise.

Em linhas gerais, na medida em que o capitalismo se desenvolve e que a produção, passando pela estagnação e estabilidade, cresce, ocorre a elevação da composição orgânica do capital, dado pela relação entre capital constante e capital variável. Devido à tendência básica para a subida da composição orgânica do capital, onde o capital variável, ou seja, o capital dispendido com o pagamento da força de trabalho, cresce em termos absolutos, mas decresce em termos relativos, em função da elevação mais rápida do capital constante investido, isto é, do capital destinado à manutenção de maquinários e ao desenvolvimento de novas tecnologias, por exemplo, ocorre a queda da taxa de lucro de uma determinada unidade produtiva. Na esfera da circulação, com os baixos salários pagos aos trabalhadores e a diminuição da empregabilidade, o mais-valor médio se realiza com menores taxas de lucratividade, implicando a queda da taxa média de lucro dos capitalistas reprodutivos.

De acordo com o autor, se o lucro da produção é obtido por meio do mais-valor produzido e realizado na circulação, fruto do mais-trabalho não pago, e se o capital variável diminui na composição orgânica do capital, ainda que em termos relativos, o lucro conseqüentemente diminuirá. Assim, com a queda da taxa de lucro média, a taxa de juros também diminui ao mínimo viável à continuidade dos empréstimos pelos capitalistas monetários até que, findando o momento de crise, caracterizado pela superprodução e pelo subconsumo, um novo ciclo industrial se inicia.

Com a progressiva retomada dos investimentos e do incremento produtivo, do aumento da taxa média de lucro do capitalista reprodutivo e da demanda por capital de empréstimo, ocorre também o progressivo aumento da taxa de juros de seu mínimo aceitável para um nível médio, sendo este o momento em que coincidem a abundância de capital de empréstimo e a grande expansão do capital industrial. No entanto, Marx afirma que o

movimento do capital de empréstimo, refletindo na taxa de juros, vai na direção inversa ao movimento do capital industrial. No início do ciclo industrial, a baixa taxa de juros coincide com a contração do capital industrial e, no fim do ciclo, a alta taxa de juros coincide com a superabundância de capital industrial, conforme descreve no trecho a seguir:

Em geral, o movimento do capital de empréstimo, tal como se reflete na taxa de juros, vai na direção inversa à do capital industrial. A fase em que a baixa taxa de juros, superior ao mínimo, coincide com o “alívio” e a confiança crescente que se produzem depois da crise, especialmente a fase em que ela alcança seu nível médio, o ponto central, equidistante do mínimo e do máximo, são os únicos momentos que expressam a coincidência entre abundância de capital de empréstimo e grande expansão do capital industrial. Porém, ao iniciar o ciclo industrial, a baixa taxa de juros coincide com a contração do capital industrial, e, no fim do ciclo, a alta taxa de juros coincide com a superabundância de capital industrial. A baixa taxa de juros, que acompanha o “alívio”, expressa o fato de que o crédito comercial só necessita do crédito bancário numa medida muito pequena, pois ainda é capaz de se apoiar sobre seus próprios pés (MARX, 2017b, p. 545).

Para o autor, os limites da produção capitalista podem ser verificados quando há dificuldades na aplicação dessa nova massa de capital apropriada pelos capitalistas monetários no ciclo anterior, sendo que “A abundância de capital monetário como tal não indica necessariamente superprodução, tampouco falta de esferas de investimento para o capital” (MARX, 2017b, p. 565).

Num período de crise acentuada, a redução do lucro faz com que grande parte dos capitalistas reprodutivos não invista a mesma quantia em novos equipamentos, melhores tecnologias e novas contratações de força de trabalho, por exemplo. O capital fica retido e ocioso, mantendo-se à espera de uma nova fase do ciclo industrial. Como parte deste capital tende a permanecer na forma-dinheiro, esperando para funcionar como capital de empréstimo pelos capitalistas monetários “Essa massa cresce à medida que cresce a massa do próprio capital, mesmo com taxa decrescente de lucro” (MARX, 2017b, p. 560). Nesse sentido, outro espaço à circulação se faz necessário, como o mercado de títulos de crédito e de títulos públicos.

Neste ponto, Marx constata uma relação inversa entre os preços dos títulos e a taxa de juros dos empréstimos. Quando o alto do custo dos empréstimos absorve quase a totalidade do lucro obtido na esfera produtiva, os capitalistas reprodutivos recorrem ao capital dinheiro, vendendo, para tal, seus títulos de crédito e títulos públicos. A alta quantidade destes papéis no mercado pode provocar, ainda que de forma não determinante, a queda dos seus preços. Nesse ínterim, quando há reservas monetárias por alguns capitalistas reprodutivos e acúmulo de capital de empréstimo pelos capitalistas monetários, os títulos são adquiridos por baixo valor com a intenção de que, num futuro, ocorra a sua valorização. Quando os preços dos títulos

sobem e estes são lançados novamente no mercado, a apropriação de uma parte do capital monetário do público se realiza, e quando estes papéis são retidos pelos compradores, eles rendem juros mais altos, pois foram adquiridos abaixo do preço, como descreve Marx.

[...] nas fases desfavoráveis do ciclo industrial, a taxa de juros pode subir tanto que, em alguns ramos de negócio em situação especialmente desfavorável, chega a absorver temporariamente o lucro inteiro. Ao mesmo tempo, cai o preço dos títulos públicos e dos outros títulos de crédito. É o momento em que os capitalistas monetários aproveitam para comprar em massa esses títulos depreciados, que, nas fases posteriores, não tardam a subir ao nível normal e acima dele. Então são novamente lançados no mercado, e assim é apropriada uma parte do capital monetário do público. A parcela que não é vendida rende juros mais altos, porque foi adquirida abaixo do preço. Mas todo o lucro obtido pelos possuidores dos capitais monetários e que volta a converter-se em capital eles transformam, antes de mais nada, em capital monetário emprestável (MARX, 2017b, p. 559).

Desse modo, na medida em que ocorre a diminuição da tomada de empréstimos pelos capitalistas reprodutivos, devido à elevação da taxa de juros pelos capitalistas monetários, e o crescimento da massa de capital de empréstimo, ocorre o aumento do endividamento público, em decorrência do aumento da circulação e comercialização dos títulos e, conseqüentemente, da esfera especulativa em torno deles. Tal movimento pode ser compreendido como o temporário afastamento dos capitalistas monetários e do capital emprestável da esfera produtiva, tendo em vista a queda tendencial da taxa de lucro.

Analisando o contexto brasileiro, o Estado assume, sobretudo em momentos de estagnação de etapas e processos produtivos, ou seja, momentos de crise e pós-crise do ciclo industrial, o papel de prestador, destinando capital de empréstimo ao setor produtivo. Durante o enfrentamento dos reflexos da crise do sistema financeiro internacional no Brasil, desencadeada pela crise do sistema de crédito dos EUA em função da massiva concessão de créditos *subprimes*¹¹, o governo aumentou a capacidade de empréstimos do BNDES com taxas de juros equalizadas pelo TN a partir da emissão de novos títulos, mantendo a economia aquecida diante da estagnação econômica e do represamento de capital emprestável pelos bancos privados. Ainda que tenha ocorrido o relativo afastamento temporário do capital de empréstimo dos capitalistas monetários do setor produtivo, estes podem ter intensificado a

¹¹ O termo *subprime* se refere ao crédito imobiliário nos EUA que foi destinado aos tomadores de empréstimos que apresentavam grande risco de inadimplência. A crise mencionada, em nossa compreensão, tratou-se, entre outros, do movimento em que o sistema de crédito precisou contornar os efeitos dos baixos salários no consumo. A rentabilidade das instituições financeiras ficou atrelada à transformação destes títulos de crédito em derivativos, o que permitiu a securitização e a transferência dos riscos assumidos a terceiros. A frenética negociação dos títulos securitizados, realizada mediante grande especulação financeira, foi interrompida quando a ampliação do afastamento do sistema de financeiro da esfera produtiva culminou na crise de 2008.

atuação no mercado de crédito, intermediando os desembolsos do BNDES e se apropriando de parte dos juros cobrados pelos empréstimos realizados com o capital financeiro do Estado.

A partir desta observação, adotamos uma hipótese inicial para esta investigação, segundo a qual, as instituições financeiras que atuam no mercado de títulos públicos (via Demab e Codip) e no mercado de crédito (intermediação dos recursos do BNDES), utilizaram o Estado como meio de circulação e valorização do capital financeiro, transferindo para si parte do capital financeiro do Estado e parte do lucro do setor produtivo.

Em nossa compreensão, as trajetórias do aumento endividamento público e da atuação das instituições financeiras se encontram quando os investimentos no mercado de títulos, representando uma esfera de circulação e valorização do capital financeiro, se mostram mais lucrativos e seguros do que os investimentos realizados diretamente no setor produtivo. Isso não significa dizer que, no processo de queda tendencial da taxa de lucro, há o afastamento completo das instituições financeiras do mercado de crédito, ao contrário. A intensificação da atuação das instituições financeiras pode se apoiar, entre outros, na intensificação da disponibilidade de capital de empréstimo pelo Estado, o que possibilitaria, além dos lucros obtidos na intermediação realizada, a segurança do Estado como sujeito investidor e a continuidade das vendas de títulos públicos como forma de subsidiar os investimentos que ele realiza, direta ou indiretamente, no setor produtivo.

A partir destas observações, expomos os objetivos geral e específicos que pautaram o estudo e, na sequência, os fundamentos teórico-metodológicos da pesquisa.

1.2. OBJETIVOS DA PESQUISA

1.2.1. Objetivo geral

Analisar as relações entre o Estado brasileiro e as principais instituições financeiras atuantes no país por meio da circulação do capital financeiro no mercado de títulos públicos, considerando o Demab e a Codip, e no mercado de crédito, via captação e intermediação dos desembolsos do BNDES, no período de 2003 a 2018.

1.2.2. Objetivos Específicos

1) Identificar as instituições financeiras mais atuantes no mercado de títulos públicos brasileiros, considerando as instituições credenciadas como *dealers* do Demab e da Codip, e analisar as transformações do mercado de títulos públicos no que tange à disponibilização de determinados títulos, considerando as remunerações e os prazos;

2) Identificar as principais instituições financeiras credenciadas pelo BNDES como agentes financeiros intermediários do BNDES Indireto, nas modalidades automático e não automático, analisando o volume e o destino dos valores intermediados, bem como a cobrança de juros pelo BNDES e de *spread* bancário pelas instituições intermediárias;

3) Delimitar a rede de financiamentos do BNDES a partir da inclusão das empresas vinculadas aos grupos econômicos e/ou financeiros nos quais as principais instituições financeiras identificadas se vinculavam, e analisar a existência de financiamentos cruzados no processo de intermediação dos desembolsos do BNDES Indireto automático e não automático, o destino dos desembolsos do BNDES Direto e a participação BNDESPar nestas empresas;

4) Traçar um perfil sociopolítico das principais instituições financeiras atuantes nos mercados de títulos públicos e de crédito do BNDES identificadas na pesquisa, considerando as vinculações destas com grupos econômicos e/ou financeiros, as participações no financiamento privado de campanhas eleitorais para presidência da república e os vínculos com pessoas nomeadas para presidência do Bacen no período;

5) Investigar e analisar a política macroeconômica adotada nos diferentes governos que compuseram o período deste estudo e a relação do endividamento público com as políticas fiscais e o orçamento da União.

1.3. FUNDAMENTOS TEÓRICO-METODOLÓGICOS DA PESQUISA

Ainda que no decorrer da exposição dos resultados da investigação tenhamos cotejado os dados encontrados na pesquisa primária com diferentes contribuições teóricas, trazemos, nesta seção, os fundamentos teórico-conceituais que embasaram o desenvolvimento do estudo, bem como a descrição dos procedimentos e métodos utilizados na pesquisa.

1.3.1. A circulação, o capital portador de juros e o capital fictício

Para Marx, o tempo cíclico e global do capital, incluindo o tempo de produção e o tempo de circulação necessários para que a mercadoria realize o mais-valor criado possui três fases nas quais o capital se transforma e dá origem a outro capital, sendo: 1) a transformação do capital monetário em capital produtivo; 2) a transformação do capital produtivo em capital mercantil; e 3) a transformação do capital mercantil em capital monetário.

Na primeira fase, as relações comerciais entre comprador e vendedor significa, ao primeiro, a transformação do seu dinheiro em mercadoria e, ao segundo, a transformação da sua mercadoria em uma quantidade maior de dinheiro. Se consideramos as relações de trabalho

no processo de produção capitalista, onde o trabalhador vende a sua força de trabalho por uma quantidade de dinheiro pago por um capitalista dono dos meios de produção, o dinheiro em si “[...] figura como simples forma transitória de circulação, como simples mediador da troca de uma mercadoria pela outra” (MARX, 2014, p. 111). No entanto, quando o capitalista troca uma quantidade de dinheiro por força de trabalho (capital variável) ou por insumos, máquinas e equipamentos necessários à produção (capital constante), o dinheiro se transforma em mercadoria e, mais especificamente, em capital produtivo.

A primeira fase, desse modo, funciona como ato preparatório para o auto incremento do capital, transformando, na segunda fase, o capital produtivo em capital mercantil. Na terceira fase, considerando a transformação do capital mercantil em capital monetário, ocorre a realização do valor, onde o mais-valor produzido e realizado na circulação é apropriado pelo capitalista reprodutivo como lucro. Assim, no processo cíclico e global do capital, onde suas metamorfoses aparecem como fases, o capital monetário e o capital mercadoria se localizam na esfera da circulação, e o capital produtivo, por sua vez, na esfera da produção.

Parte do lucro obtido pelo capitalista ao final do processo cíclico reprodutivo será empregado em seu consumo próprio. Outra parte, porém, será reinvestida na produção como capital variável, pagando novamente pela força de trabalho necessária à produção, e como capital constante, destinando-se à manutenção e/ou à compra de insumos, maquinários e infraestrutura. Por vezes, o capital constante, ou até mesmo o capital variável, precisa acumular para atingir uma determinada quantia antes de retornar ao processo produtivo na forma de investimentos específicos, como a compra de um equipamento de alto valor. Assim, o capital acumulado na forma de dinheiro pode servir, temporariamente, como capital de empréstimo. Isso não significa acumulação em si, ainda que essa massa aumente com o volume do processo de reprodução. Significa, no entanto, que essa massa é retirada do processo de circulação e, ao invés de ficar ociosa, pode ser utilizada para desempenhar a função de dinheiro emprestável.

Na medida em que representa salário, esse dinheiro é, ao mesmo tempo, a forma - dinheiro do capital variável; na medida em que repõe o capital constante dos produtores de meios de consumo, é a forma -dinheiro que seu capital constante assume momentaneamente e serve para comprar os elementos naturais de seu capital constante a ser repostos. Nem numa forma nem na outra ele expressa por si só a acumulação, ainda que sua massa aumente com o volume do processo de reprodução. No entanto, ele exerce temporariamente a função de dinheiro emprestável e, portanto, de capital monetário (MARX, 2017b, p. 563).

Enquanto o dinheiro permanece retido nas mãos do capitalista e/ou fora do processo produtivo, ele não representa outro capital se não um único valor-capital. Nas palavras de Marx

(2017b, p. 529), “Se A tivesse emprestado o dinheiro a B, e este, a C, sem mediação de nenhuma compra, o mesmo dinheiro não representaria três capitais [capital-mercadoria, capital variável e capital constante], mas somente um: um único valor-capital”. No entanto, o dinheiro destinado à valorização precisa transitar das mãos do proprietário para outro capitalista em atividade. Assim, o caráter específico do dinheiro como capital monetário refere-se à sua dependência da circulação, movimento em que conserva o seu valor, mas retorna para quem o desembolsou como capital realizado, cumprindo o seu valor de uso, ou seja, produzindo mais-valor.

O movimento do dinheiro como capital emprestável, o qual o seu possuidor deseja valorizá-lo como capital portador de juros, lançando-o à circulação, convertendo-o em mercadoria e fazendo-o funcionar como capital para si e para outros, sem que com isso precise vender ou alienar a sua propriedade sobre ele, é descrita por Marx no trecho a seguir:

O possuidor de dinheiro, que quer valorizá-lo como capital portador de juros, aliena-o a um terceiro, lança-o na circulação, converte-o em mercadoria como capital; e não só como capital para ele mesmo, mas também para outros; ele não é capital apenas para quem o aliena, mas é desde o início transferido a um terceiro como capital, como valor que possui o valor de uso de criar mais-valor, lucro; como um valor que conserva a si mesmo no movimento e que, depois de ter funcionado, retorna àquele que o desembolsou originalmente, no caso em questão, ao possuidor do dinheiro; portanto, um valor que só por algum tempo permanece distante de quem o desembolsou, que só transita temporariamente das mãos de seu proprietário para as mãos do capitalista em atividade e que, por conseguinte, não é pago nem vendido, mas apenas emprestado; um valor que só é alienado sob a condição de, em primeiro lugar, retornar a seu ponto de partida após determinado prazo e, em segundo lugar, retornar como capital realizado, isto é, tendo cumprido seu valor de uso, que consiste em produzir mais-valor (MARX, 2017b, p. 390).

Desse modo, o mais-valor criado pelo capital portador de juros, ou seja, o mais-valor criado pelo capital de empréstimo lançado à circulação, se expressa no lucro obtido pelo seu possuidor e/ou proprietário na forma de juros, ainda que esse se mantenha à margem do processo de reprodução. Representando o capital como propriedade diante do capital como função, o capital portador de juros aparece como uma fonte misteriosa e auto criadora de um valor adicional. De acordo com o autor, quando o capital portador de juros desponta como fonte criadora de seu próprio incremento, ele se reveste de sua forma fetichista mais pura.

Marx constata que os juros obtidos na circulação do capital portador de juros são, na realidade, uma parte do mais-valor que o capitalista reprodutivo obtém como lucro, via exploração do mais-trabalho não pago aos trabalhadores no processo de produção. A inversão que aponta os juros como verdadeiro fruto do capital, e não do processo produtivo, trata-se da coisificação das relações de produção elevadas à máxima potência, onde o capital portador de juros surge como pressuposto a seu próprio processo de reprodução. Trata-se, segundo o autor,

de uma falsa percepção e de uma mistificação capitalista em sua forma mais “descarada” sobre a capacidade do dinheiro de valorizar a si próprio, independente da reprodução.

[...] enquanto os juros são somente uma parte do lucro, isto é, do mais-valor que o capitalista ativo arranca do trabalhador, agora os juros aparecem, ao contrário, como o verdadeiro fruto do capital, como o originário, ao passo que o lucro, transfigurado em ganho empresarial, aparece como simples acessório e ingrediente adicionado no processo de reprodução. Aqui se completam a forma fetichista do capital e a ideia do fetichismo do capital. Em D-D', temos a forma mais sem conceito [begriffslose] do capital, a inversão e a coisificação das relações de produção elevadas à máxima potência: a forma simples do capital, como capital portador de juros, na qual ele é pressuposto a seu próprio processo de reprodução; a capacidade do dinheiro ou, conforme o caso, da mercadoria, de valorizar seu próprio valor, independentemente da reprodução - eis a mistificação capitalista em sua forma mais descarada (MARX, 2017b, p. 442).

O capital, existindo enquanto dinheiro, tem suas outras determinidades apagadas e seus elementos reais invisibilizados. Isso ocorre porque o dinheiro, no processo de desenvolvimento do modo de produção capitalista, foi o responsável por apagar as diferenças existentes entre os valores das mercadorias, determinado anteriormente pelo valor de uso que possuíam, bem como o responsável por mascarar a diferença dos capitais industriais constituídos por essas mercadorias e suas condições de produção. Segundo Marx, o dinheiro compreendido como valor de troca autônomo e como elemento transitório, ao assumir a forma de capital emprestável e, por conseguinte, a de capital portador de juros, aparece como algo capaz de por si próprio criar mais-valor, encobrando também as relações de produção das quais depende. “Assim como crescer é próprio das árvores, também criar dinheiro (tokoz) [juros; descendência] parece ser próprio do capital nessa forma de capital monetário” (2017b, p. 443).

O capital portador de juros, representando o capital como propriedade diante do capital como função, parece disfarçar a antítese existente em relação ao trabalho assalariado. O prestamista, proprietário do capital de empréstimo, confronta-se diretamente com o capitalista ativo no processo produtivo, não com o trabalhador empregado, não assumindo, ao menos aparentemente, posição antitética em relação ao trabalho. O ganho empresarial, no entanto, se encontra em oposição aos juros, pois os juros equivalem a parte que lhe será subtraída do lucro obtido com a exploração da força de trabalho no processo produtivo (MARX, 2017b, p. 428). Nesse sentido, no processo de circulação do capital de empréstimo, os juros correspondem a uma parte do mais-valor “arrancado” do trabalhador, e não o verdadeiro fruto do capital originário como se pretende fazer acreditar.

Os negociantes de dinheiro, organizando o capital de empréstimo e administrando o capital portador de juros, atuam como intermediários entre os verdadeiros prestamistas e

prestatários de capital monetário, pegando empréstimos a juros menores do que aqueles pelos quais ele oferta. Desse modo, o banqueiro, não o prestamista individual, aparece como representante de todos os prestamistas e como aglutinador de todos os prestatários, concentrando grandes massas de capital emprestável (MARX, 2017b, p. 454).

As pequenas somas de capital monetário, que dificilmente seriam capazes de funcionar como capital de empréstimo e como capital portador de juros, fundem-se em grandes quantias. Mas, ainda que a garantia de pagamento de juros aos depositantes tenha feito afluir aos caixas dos bancos as reservas de dinheiro e o dinheiro momentaneamente inativo de todas as classes, a acumulação dessas pequenas somas precisa ser compreendida como resultado especial do sistema bancário e distinta do papel de intermediário que os bancos exercem entre os verdadeiros capitalistas monetários e os prestatários (MARX, 2017b, p. 454).

O desenvolvimento e a organização do sistema de crédito, bem como o aumento das rendas, ou seja, do consumo dos trabalhadores e dos capitalistas industriais e comerciais, se traduz como acumulação de capital de empréstimo. Segundo o autor, todas as rendas consumidas gradualmente, como a renda fundiária, os salários em suas formas superiores e os ganhos das classes improdutivas, assumem por um tempo a forma de dinheiro, o que possibilita a realização de depósitos e, por conseguinte, a disponibilidade de capital de empréstimo. Toda renda destinada ao consumo ou à acumulação, existindo numa forma monetária, trata-se de uma parcela de valor do capital-mercadoria transformada em dinheiro e, por isso, é a expressão e o resultado da acumulação real, mas não do próprio capital produtivo (MARX, 2017b, p. 560).

Para Marx (2017b, p. 551), a acumulação de capital de empréstimo somente tem conexão com a acumulação produtiva na medida em que este é inversamente proporcional àquele. Isso ocorre em duas fases do ciclo industrial: primeiro, quando o capital industrial se contrai em suas duas formas, capital-mercadoria e capital produtivo, isto é, no início do ciclo posterior à crise, ficando, o capital monetário antes empregado na produção e no comércio, como capital de empréstimo ocioso; segundo, quando a situação começa a melhorar, mas o crédito comercial não recorre muito ao crédito bancário, sendo o capital de empréstimo aplicado em escala crescente, mas com taxa de juros baixas. Assim, na primeira fase, a abundância de capital de empréstimo é o oposto direto da acumulação real e, na segunda, a abundância de capital de empréstimo coincide com a expansão renovada do processo de reprodução, acompanhando-a, sem ser a causa, por um tempo limitado (MARX, 2017b, p. 552).

Nesse sentido, a acumulação do capital de empréstimo pode ocorrer sem nenhuma acumulação real, dando-se por meios puramente técnicos, “tais como a expansão e a concentração do sistema bancário, a economia nas reservas de circulação ou também no fundo

de reserva dos meios de pagamento particulares, que, desse modo, convertem-se por um breve período em capital de empréstimo” (MARX, 2017b, p. 552). Mesmo que o capital emprestável só conserve esta forma por períodos curtos, ele flui e reflui de forma constante, operando como capital portador de juros.

No caso do capital de empréstimo do BNDES, encontramos 28% do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), de acordo com o Artigo nº 239 da CF/88. O FAT é constituído pelo Programa de Integração Social (PIS) e pelo Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP), sendo o primeiro a contribuição paga pelos empregadores destinada aos funcionários de empresas privadas regidos pela Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), administrado pela Caixa Econômica Federal, e o segundo pago pelo Estado e destinado aos servidores e aos empregados públicos, administrado pelo Banco do Brasil.

Outros recursos são provenientes do Fundo de Marinha Mercante, sendo uma arrecadação do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante, do Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS), pago mensalmente pelos empregadores, da captação de recursos no exterior provenientes de organismos multilaterais, da emissão de títulos no mercado externo, das debêntures emitidas pelo BNDESPar, das operações compromissadas e das Letras de Crédito do Agronegócio, com as devidas regras e proporções estabelecidas pela Lei nº 13.483, 21 de setembro de 2017, e pelo TN.

Assim, podemos considerar que o lastro do BNDES é fruto das arrecadações do Estado sobre o capital produtivo na esfera da circulação, sobre a renda dos trabalhadores e sobre os investimentos financeiros que realiza. As instituições financeiras, ao realizarem o processo de intermediação dos desembolsos do BNDES, auxiliando na sua expansão e alcance, sobretaxam o capital de empréstimo do Banco, como abordaremos no terceiro capítulo, e, indiretamente, o capital produtivo e as rendas. Desse modo, o Estado estaria funcionando como um meio de transferência de parte do mais-valor, das rendas e do capital financeiro arrecadados.

Como a captação de recursos para compor o lastro do BNDES e subsidiar os empréstimos que realiza pode ocorrer também via emissão de títulos públicos, o Estado, ao mesmo tempo em que permite a sobretaxa como efeito colateral da ampliação do alcance do BNDES, também estaria pagando juros sobre os títulos que emite para compor o lastro do Banco e subsidiar seus empréstimos. Tendo em vista que o capital destinado ao pagamento dos serviços da dívida é proveniente do superávit primário, fruto da contenção das despesas do governo, como abordaremos no sexto capítulo, a renda dos trabalhadores é novamente afetada no momento em que os investimentos em serviços públicos são restringidos, forçando a aplicação de parte da renda destes em contratações particulares.

No que tange aos títulos públicos, temos um importante desdobramento do capital portador de juros; o capital fictício. Enquanto no capital portador de juros tem-se um fluxo de renda futura a partir dos juros estabelecidos, garantindo o retorno do valor originalmente desembolsado acrescido de mais-capital, no capital fictício é a garantia do recebimento de uma renda futura que dá o direito ao capital no presente. Desse modo, os fluxos de renda futura se transformam em mercadoria e assim são comercializados, pautando-se na renda futura, na existência de mercados secundários para circulação e na inexistência real do capital monetário.

Nos títulos da dívida pública, devemos considerar que, a cada ano, o Estado paga aos seus credores uma determinada quantidade de juros. Os valores emprestados e pagos pelo Estado na forma de juros não existem, pois, os empréstimos realizados não são aplicados em sua totalidade como capital produtivo, sendo que apenas este investimento poderia convertê-los num valor que se conserva. Assim, o detentor dos papéis não pode reclamar a devolução do dinheiro, mas vender os títulos de propriedade que lhe confere a participação nas receitas anuais do Estado, isto é, sobre o produto anual dos impostos, conforme detalha Marx no trecho:

Se a taxa de juros for de 5% e a garantia oferecida pelo Estado for boa, o proprietário A poderá, em regra, vender a B o título de dívida por £100, pois para B tanto faz emprestar £100 a 5% ao ano ou, em troca do pagamento de £100, garantir para si um tributo anual de £5 por parte do Estado. Porém, o capital, do qual o pagamento pelo Estado é considerado um fruto (juros), é, em todos esses casos, ilusório, fictício. A soma que foi emprestada ao Estado já não existe. Além disso, ela jamais se destinou a ser gasta, investida como capital, e apenas seu investimento como capital poderia tê-la convertido num valor que se conserva. Para o credor original A, a parte dos impostos anuais que lhe cabe representa os juros de seu capital, do mesmo modo que para o usurário a parte que lhe cabe do patrimônio do pródigo, embora em nenhum desses casos a soma de dinheiro emprestada tenha sido despendida como capital (MARX, 2017b, p. 522).

O autor entende que, não importa quantas vezes as transações entre vendedores e compradores de títulos públicos no mercado secundário se repitam, o capital da dívida pública continuará a ser puramente fictício, desfazendo-se de sua aparência ilusória quando por alguma circunstância os títulos públicos deixarem de ser vendáveis. Como a valorização destes papéis depende apenas dos ganhos reais, pois os impostos também são extração do mais-valor obtido com o mais-trabalho, mas também dos ganhos esperados, isto é, dos ganhos calculados por antecipação, o crescimento destas operações dentro do processo histórico de transformações do capitalismo ocorre com o aumento da especulação sobre o capital fictício. No Brasil, a venda de títulos públicos tem sido um importante instrumento do Estado para atrair capital financeiro nas últimas décadas. Como abordaremos no segundo capítulo, entre 2003 e 2018, a dívida interna, fruto da venda de títulos públicos, passou de R\$1,673 bilhões para R\$ 3,728 bilhões.

Para Chesnais (2005, p. 35), o capital portador de juros assumiu o centro das relações econômicas e sociais no mundo contemporâneo. O capital como propriedade, invadindo os poros do capital como função, afetou não apenas a produção e a gestão industrial, mas a vida política e social. Neste processo, foi necessário que os Estados poderosos decidissem por liberar o movimento de capitais, desregulamentar seus sistemas financeiros e criar políticas favoráveis à centralização dos fundos líquidos não reinvestidos das empresas e das poupanças das famílias.

Assim, a financeirização, no qual ocorre a ascensão do capital portador de juros ao comando da acumulação financeira, não pode ser compreendida apenas como o aumento da riqueza em circulação em distintos canais financeiros. Trata-se de um processo que, envolvendo diferentes dinâmicas nacionais, incluindo Estados e governos, se respaldou: 1) na liberalização do movimento de capitais; 2) na desregulação e o desbloqueio dos sistemas financeiros; 3) na interconexão internacional dos mercados dos ativos financeiros; e 4) na centralização dos fundos ociosos das empresas e das rendas não consumidas, como as poupanças, as aplicações, os planos de previdência privados, os fundos de pensão e os fundos coletivos.

Projetando-se em escala global, o processo de mundialização financeira, apoiado por organizações internacionais como o Banco Mundial e o FMI e por países como os EUA, foi possível devido à desregulamentação monetária e financeira, à descompartimentalização dos mercados financeiros nacionais, considerando diferentes funções e tipos de mercados como de câmbio, de crédito, de ações e de obrigações, na integração dos mercados monetários e financeiros nacionais com mercados mundializados, e na abertura das operações de crédito a todo tipo de investidor institucional, e não somente aos bancos (CHESNAIS, 2005, p. 46).

Introjetando a função de capital financeiro e fundindo a acumulação do lucro operacional com o lucro do capital como função, ou seja, a fusão da forma dos juros com a forma lucro, como Rudolf Hilferding define capital financeiro, empresas, grupos e corporações passaram a atuar, junto aos Estados, na ampliação da estrutura necessária ao desenvolvimento dos sistemas financeiros, na oferta de produtos específicos e no crescimento do volume das operações envolvendo ativos financeiros públicos e privados. Operando na compra dos títulos públicos ofertados pelo Estado, esses novos agentes, em especial as instituições financeiras, garantiram para si a transferência de uma parcela da arrecadação do Estado.

Trata-se de uma intensa circulação de capital financeiro entre o Estado e os agentes econômicos em que ocorre, por um lado, a transferência dos recursos arrecadados pelo Estado e, por outro lado, o afastamento relativo desses agentes da esfera produtiva. Como o afastamento só pode ser relativo, pois os rendimentos obtidos na forma de juros dependem do mais-valor obtido na esfera produtiva, o Estado, num contexto de dominância financeira, além

de preservar o sistema de endividamento e a contínua transferência de capital financeiro, disponibiliza, por meio do BNDES, os recursos que arrecada como capital de empréstimo à esfera produtiva, mantendo a produção e os lucros que balizarão parte dos rendimentos obtidos na forma de juros pelas instituições financeiras intermediárias.

Por fim, entendendo que traremos novamente os aspectos teóricos-conceituais que contribuíram para as análises realizadas ao longo do texto, passamos, a seguir, à descrição dos procedimentos e métodos utilizados para o desenvolvimento da pesquisa proposta.

1.3.2. Procedimentos e métodos de pesquisa

Considerando que os vínculos sociais são a pedra fundamental da teoria das redes, conforme aponta Silva (2018, p. 93), orientando investigações sobre relações entre uma variedade de sujeitos, entre si e uns com os outros, e identificando os vínculos existentes entre pessoas e instituições, adotamos os pressupostos teórico-metodológicos da Análise de Redes Sociais (ARS), a partir de uma abordagem crítica, para a identificação e a análise das relações entre o Estado brasileiro e as principais instituições financeiras atuantes no mercado de títulos públicos, via Demab e Codip, e no mercado de crédito, via BNDES, no período de 2003 a 2018.

Cabe mencionar que, inicialmente, a análise longitudinal adotada para esta investigação compreendia também o período de 1995 a 2002. Em consulta às plataformas on-line do BNDES, do Tribunal Superior Eleitoral (TSE) e do Bacen verificamos a indisponibilidade dos dados necessários a esta investigação. Tendo como base a Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011, que regulamenta o direito constitucional de acesso às informações públicas, foram feitas solicitações para cada órgão citado e por meio do Sistema Eletrônico do Serviço de Informações ao Cidadão (e-SIC). Em resposta, o BNDES afirmou: “Cabe ressaltar que o BNDES não possui as informações consolidadas para anos anteriores a 2003 e que, em função do seu volume, este levantamento acarretaria trabalho adicional de análise e consolidação de dados, conforme art 13, III, do Decreto 7.724/2012, que regulamenta a Lei de Acesso à Informação”. Já o TSE informou: “Estão incompletos os dados de candidatos e de resultados das eleições de 1994 a 2002. Está sendo realizada uma revisão nas fontes de dados e, conforme os trabalhos forem concluídos, os arquivos serão substituídos”. O Bacen respondeu: “Infelizmente não dispomos dessa informação. De fato, no período solicitado (1995-2002), a relação de *dealers* não era publicada no site do Banco Central do Brasil e nem divulgada por comunicados”.

Desse modo, considerando que o acesso on-line aos dados referentes ao período anterior à 2003 encontrava-se limitado, que a pesquisa primária previa consulta aos dados

publicados por órgãos oficiais, que o trabalho de organização e sistematização dos dados pelos órgãos encontram-se em fase de planejamento e/ou em transcurso e que os recursos financeiros disponíveis e o contexto de Pandemia da Covid-19 limitaram a realização de consultas presenciais, nesta investigação consideramos apenas os anos compreendidos entre 2003 e 2018. No contexto nacional, os três governos compreendidos neste período possuíram diferenças nas estratégias econômicas adotadas, em especial ao que se refere às definições de taxa de câmbio, à taxa básica de juros e à responsabilidade fiscal. No contexto internacional, o período incluiu, entre outros, a crise imobiliária dos EUA, impactando o sistema financeiro internacional e projetando os prejuízos para diversas instituições financeiras e Estados.

Dentro do rol de métodos e técnicas de investigação utilizados, realizamos pesquisas primárias, consultando diferentes bases de dados e instrumentos estatísticos, realizamos pesquisa documental, acessando documentos e relatórios oficiais, e procedemos com uma pesquisa bibliográfica, incluindo autores de diferentes áreas do conhecimento, mas que discorrem sobre a temática. Também utilizamos softwares específicos, como o Microsoft Excel, o Ucinet 6 e o Net Draw para a elaboração de tabelas, quadros e sociogramas, possibilitando uma melhor visualização dos dados sistematizados.

Entendendo que os objetivos tecidos para este estudo podem ser compreendidos como etapas investigativas, para o primeiro objetivo específico acessamos os relatórios sobre as avaliações dos *dealers* dispostos nos sítios eletrônicos do Tesouro Transparente e do Bacen, bem como Notas de cada um dos órgãos e Notas Conjuntas regulando a atividade nos mercados primário e secundário de títulos. No sítio eletrônico do Bacen são disponibilizados, na razão semestral, as avaliações das instituições financeiras credenciadas a operar como *dealers* do mercado de títulos públicos no Demab. Já no sítio eletrônico do TN e do Tesouro Transparente, os dados referentes às principais instituições financeiras *dealers* da Codip encontravam-se dispersos. Em resposta à solicitação feita à Secretaria do Tesouro Nacional (STN), nos foi encaminhado um documento contendo as avaliações realizadas no âmbito da Codip para o credenciamento das instituições financeiras.

Os dados coletados foram sistematizados e organizados. Com o auxílio do Microsoft Excel elaboramos gráficos contendo o número de avaliações positivas recebidas pelas instituições financeiras e, por conseguinte, o maior tempo de participação no mercado de títulos públicos entre 2003 e 2018. Para facilitar a visualização e a análise, apresentamos os principais *dealers* do mercado de títulos públicos em cada governo que compôs este estudo, considerando os dois governos Lula, os dois governos Dilma e o governo Temer. Apresentamos dados

referentes à composição das carteiras de investimentos e as preferências de títulos por diferentes grupos de investidores, destacando o perfil das instituições financeiras.

Com relação ao volume e aos valores dos títulos em posse de cada instituição financeira *dealer*, cabe salientar que não foram localizados dados detalhados no sítio eletrônico do Bacen e do TN. Em resposta a solicitação realizada, o Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto afirmou se tratar de “Informação sigilosa de acordo com legislação específica”. Assim, optamos por investigar apenas a variável referente à frequência da participação das instituições financeiras *dealers* no Demab e na Codip, a partir das avaliações semestrais efetuadas pelos órgãos. Importante mencionar que as avaliações destinadas ao credenciamento das instituições financeiras como *dealers* do mercado de títulos públicos consideram, entre outros, o desempenho da instituição nos mercados primário e secundário e o volume das aquisições. Assim, mesmo não dispondo dos valores e volumes em posse de cada *dealer*, as avaliações do Bacen e da STN consideram esse critério para o credenciamento.

Autores como Almeida (2014) nos auxiliaram na compreensão da formação do mercado de títulos públicos no Brasil e dos principais instrumentos utilizados ao longo das últimas décadas, ou seja, dos diferentes tipos de títulos disponibilizados no mercado primário e circulantes no mercado secundário, e as modificações ocorridas a partir dos diversos contextos políticos e econômicos vivenciados. Para analisarmos o crescimento do endividamento interno, as reflexões de Alvim (2018), Fattorelli (2014, 2015a, 2015b, 2016, 2017), Ziliotto (2011), entre outros, nos auxiliaram na compreensão da dívida interna como um “sistema da dívida” que funciona como mecanismo de contínua transferência do capital financeiro às instituições financeiras privadas, bem como às públicas, aspecto que abordaremos no texto.

Para o segundo objetivo específico, investigamos a base de dados do BNDES Transparente e da Central de Downloads do BNDES, disponíveis no sítio eletrônico do Banco. Após a organização, a sistematização e a exposição gráfica dos dados encontrados, identificamos o perfil das empresas que receberam o fomento do BNDES Direto e Indireto entre 2003 e 2018, considerando o porte e a atividade econômica exercida.

Investigando os desembolsos do BNDES Indireto, identificamos as principais instituições financeiras credenciadas como agentes financeiros intermediários para operar nas modalidades automático e não automático. Com o auxílio do Microsoft Excel organizamos uma base de dados e elaboramos gráficos contendo o perfil das empresas fomentadas via intermediação, considerando o porte, a atividade econômica e as taxas de juros cobradas pelo BNDES ao intermediário, segundo cada agente financeiro credenciado. Dividindo a exposição pelos diferentes governos que compuseram o período do estudo, identificamos os principais

agentes intermediários, coincidindo com as mesmas instituições *dealers* do mercado de títulos públicos, analisamos o comportamento dos intermediários em cada governo e investigamos as diferenças nas atuações das instituições financeiras públicas e privadas.

As reflexões de Carneiro (2018, 2019), Cavalcanti (2017), Coelho (2017) e Costa (2018) nos auxiliaram na compreensão da dinâmica da concentração da atividade financeira num pequeno grupo de instituições financeiras atuantes no Brasil, bem como no entendimento da composição do *spread* bancário cobrado pelas instituições financeiras sobre os empréstimos do BNDES intermediados no mercado de crédito. Analisando os dados divulgados pelo Bacen referentes à média dos valores do *spread* bancário cobrado pelos créditos livres e direcionados, as contribuições de Marx (2014, 2017a, 2017b), Mollo (2011) e Palludeto e Rossi (2018) nos auxiliaram na compreensão do *spread* como mecanismo de subtração, pelas instituições financeiras em mediação do capital do Estado, de parte do lucro obtido pelos setores produtivos.

No terceiro objetivo específico, situamos as principais instituições financeiras *dealers*, também principais agentes financeiros intermediários do BNDES, em grupos econômicos e/ou financeiros e identificamos as empresas vinculadas a estes grupos a partir das sistematizações contidas nos Anuários da Revista Valor Grandes Grupos, produzidos pelo jornal Valor Econômico, e nos formulários de referência utilizados para cadastro das empresas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Novamente, com o auxílio do Microsoft Excel organizamos uma nova base de dados e com o auxílio do Ucinet 6 e do Net Draw elaboramos sociogramas para cada governo que compôs o estudo, ilustrando a densidade das redes de financiamentos do BNDES, o direcionamento dos fluxos financeiros e a intensidade da circulação do capital. Assim, verificamos quais grupos receberam maior aporte do BNDES Direto, para quais grupos foram intermediados os desembolsos do BNDES Indireto automático e não automático, e quais grupos possuíam empresas com participação acionária do Estado, via BNDESPar.

Com a adoção das medidas de centralidade *degree* e *betweenness*¹² e com o auxílio do Ucinet 6, elaboramos diferentes quadros para analisar os papéis exercidos pelas instituições financeiras *dealers* na rede de financiamentos do BNDES, diferenciando as ações dos bancos públicos e privados. Para tanto, utilizamos os pressupostos teóricos e metodológicos da ARS e abordagens referentes à formação e à consolidação dos grupos econômicos e/ou financeiros, a partir dos estudos de Silva (2018), Dias (2018) e Minella (2007a, 2007b). Identificando a

¹² De modo geral, *degree* e *betweenness* são medidas de centralidade utilizadas para o cálculo, respectivamente, do número de ligações entre os atores e o grau de intermediação entre estes na rede, conforme abordaremos.

existência de financiamentos cruzados entre empresas de diferentes grupos, refletimos sobre a existência de laços de solidariedade de classe nas redes investigadas.

Para o quarto objetivo específico, partimos das redes de financiamentos do BNDES elaboradas anteriormente, incluindo os dois principais candidatos à presidência em cada eleição, seus respectivos comitês e partidos políticos; as empresas financeiras e não financeiras que contribuíram com o financiamento privado das campanhas e que possuíam vínculos formais com os grupos identificados nas redes; e os presidentes do Bacen e seus vínculos profissionais e/ou societários, antes e/ou depois da assunção do cargo, com as empresas inseridas nas redes.

A coleta de dados no sítio eletrônico do TSE possibilitou a identificação das empresas doadoras vinculadas aos grupos nos quais os principais *dealers* também se vinculavam, bem como a quantia destinada aos dois principais candidatos à presidência nas eleições de 2002, 2006, 2010 e 2014. No sítio eletrônico do Bacen coletamos os nomes dos presidentes do Bacen entre 2003 e 2018 e as informações sobre os vínculos destes com as instituições financeiras ou grupos econômicos e/ou financeiros analisados foram obtidas com a investigação dos currículos profissionais. Consultamos estudos realizados sobre o tema, em especial as pesquisas desenvolvidas no Núcleo de Estudos Sociopolíticos do Sistema Financeiro (NESFI), como Silva e Minella (2017). Assim, elaboramos quadros e sociogramas para cada governo, incluindo, quando necessário, novos sujeitos na rede de financiamentos do BNDES.

A partir dos estudos de Cervi (2010), Ferreira (2005) e Junckes (2019) refletimos sobre o financiamento privado de campanhas eleitorais no Brasil e a participação de pessoas ligadas ao mercado financeiro em importantes cargos do governo. Considerando os estudos de Boito (2007), Farias (2009) e Poulantzas (1977), refletimos sobre a disputa por hegemonia entre as frações de classe no bloco do poder, expandindo o nosso entendimento sobre uma possível conversão do poder econômico em poder político. Desse modo, passamos a analisar o financiamento privado de campanhas eleitorais como um dos instrumentos utilizados para o aumento da influência política da classe representante do grande capital financeiro.

No quinto objetivo específico buscamos compreender o contexto de aprovação da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, conhecida como a Lei de Responsabilidade Fiscal, e o contexto da adoção do Tripé Macroeconômico no Brasil, seus princípios conceituais e seus diferentes arranjos nos governos Lula, Dilma e Temer. Abordamos o Novo Regime Fiscal, via aprovação da Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016, e as restrições e os impactos provocados pelo novo regime na organização do orçamento geral da União.

Refletindo sobre alguns instrumentos utilizados pela fração de classe representante do grande capital financeiro para a obtenção de legitimidade social e para a priorização do

atendimento de seus interesses pelo Estado, em especial para a preservação da lógica do endividamento, via transferência dos recursos primários do governo ao pagamento dos serviços da dívida, trazemos as reflexões de Rocha (2009), Bresser-Pereira (2005, 2013), Gentil (2006), Gramsci (1975, 1999, 2000) e Grun (2007).

1.4. ESTRUTURA DO TEXTO

Estruturamos esta exposição em sete capítulos, sendo a Introdução e as Considerações Finais, o primeiro e o último capítulos. De forma concisa, no segundo capítulo intitulado “*Dealers* atuantes no mercado de títulos públicos”, expomos as diferenças dos conceitos e métodos utilizados por órgãos oficiais para o cálculo da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e classificação da Dívida Pública Federal (DPF), bem como os diferentes instrumentos utilizados pelo Estado para a captação de recursos. Investigamos e analisamos a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), identificando os principais detentores de títulos públicos e analisamos a atuação das instituições financeiras. Abordamos a estruturação inicial do mercado de títulos, a criação do grupo embrionário que deu origem aos *dealers* e os diferentes arranjos aos quais o grupo foi submetido no período investigado. Apresentamos os resultados da pesquisa primária acerca dos principais *dealers* atuantes no Demab e na Codip no período compreendido entre 2003 e 2018.

No terceiro capítulo “A relação dos *dealers* com o BNDES”, analisamos a atuação das instituições financeiras na captação e intermediação dos recursos do Estado no mercado de crédito, via BNDES. Observamos que os *dealers*, além de comporem um grupo pequeno e restrito de instituições financeiras atuantes no mercado de títulos públicos, também movimentaram grande parte dos recursos desembolsados pelo BNDES Indireto entre 2003 e 2018. Além de atuarem junto ao BNDES, tais instituições também disponibilizaram empréstimos para pessoas físicas e jurídicas, a partir de recursos próprios, de recursos oriundos da gestão de fundos diversos e de depósitos, indicando grande acúmulo de capital financeiro e alta concentração nas atividades relacionadas ao mercado de crédito, de modo geral.

Após a contextualização da criação e da inserção do BNDES na economia, detalhamos a atuação das instituições financeiras *dealers* como agentes financeiros intermediários em cada governo. Refletimos sobre a cobrança de *spread* bancário nos créditos livres e direcionados, às pessoas físicas e às pessoas jurídicas, no contexto de alta concentração da atividade bancária e das altas margens de lucro das principais instituições financeiras atuantes no Brasil.

No quarto capítulo, “Os *dealers* na rede de financiamentos do BNDES”, expomos a investigação referente à atuação dos principais *dealers*, também agentes financeiros intermediários, na rede de financiamentos do BNDES, a partir da composição de grupos econômicos e/ou financeiros. Assim, ampliamos nossa investigação para além da identificação das necessidades de financiamento do Estado, dos instrumentos utilizados na captação de recursos e dos seus principais agentes financiadores, para a investigação da atuação destes grupos na circulação do capital financeiro, considerando a captação e a distribuição dos recursos do Estado, via BNDES. Em outras palavras, além da investigação e da análise do financiamento do Estado pelas principais instituições financeiras *dealers*, investigamos e analisamos o financiamento destas e de seus grupos com recursos do Estado, via desembolsos do BNDES.

No quinto capítulo, intitulado “A projeção dos *dealers* à esfera política”, avançamos no estudo proposto incorporando novos sujeitos na rede de financiamentos do BNDES e analisamos as relações estabelecidas entre as esferas econômica e política por meio da atuação das instituições financeiras identificadas. Refletimos sobre a disputa por hegemonia no interior da classe dominante pelas diversas frações de classe que a compõe e articulamos os conceitos fração de classe e bloco no poder. Compreendendo a atuação dos representantes do capital financeiro na disputa por hegemonia, expomos a investigação realizada sobre as relações existentes entre os *dealers* e o financiamento privado de campanhas eleitorais, com as nomeações de pessoas à presidência do Bacen e com a distribuição dos recursos do BNDES.

No sexto capítulo “O Estado e o grande capital financeiro”, expomos o resultado da investigação sobre a influência política exercida pela classe representante do grande capital financeiro, examinando as políticas monetária e fiscal nos diferentes governos compreendidos neste estudo. Para tal, buscamos compreender o contexto de aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal e da adoção do Tripé Macroeconômico no Brasil nos diferentes governos compreendidos no estudo. Abordamos a mudança do papel do Bacen que, definindo a Taxa Selic via Copom, passou a controlar a inflação no país, além da dependência da política fiscal dos ajustes realizados na política monetária, beneficiando os credores da dívida pública, especialmente as instituições financeiras que operam no mercado de títulos públicos.

Refletimos sobre o Novo Regime Fiscal, via aprovação da Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016, e sobre os instrumentos e as estratégias utilizadas pela fração de classe representante do grande capital financeiro para obtenção de legitimidade social e para priorização do atendimento de seus interesses pelo Estado. Por fim, em “Considerações finais” destacamos pontos relevantes sobre os resultados alcançados com a investigação, descrevemos algumas dificuldades e limitações da pesquisa e tecemos sugestões para estudos futuros.

2. DEALERS ATUANTES NO MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS

Neste capítulo expomos as diferenças dos conceitos e métodos utilizados pelo Bacen e pelo FMI para o cálculo e classificação da dívida pública brasileira, bem como os diferentes instrumentos nominativos empregados pelo Estado na captação de recursos financeiros via mercado de títulos públicos. Investigamos e analisamos a Dívida Pública Federal (DPF), mais especificamente a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), identificando os principais detentores de títulos públicos brasileiros e analisando a atuação das instituições financeiras no mercado de ativos federais. Para tal, discorreremos sobre a estruturação inicial do mercado aberto de títulos, a criação do grupo embrionário que deu origem aos *dealers* e os diferentes arranjos pelos quais este grupo foi submetido ao longo da sua existência.

Apresentamos os resultados da pesquisa primária acerca dos principais *dealers* que atuaram no Demab, do Bacen, e na Codip, do TN, entre os anos de 2003 a 2018. Para tal, investigamos as bases de dados publicadas nos sítios eletrônicos do Bacen e do TN, contendo as avaliações semestrais realizadas pelos órgãos para o credenciamento destas instituições no grupo de *dealers*. Com o auxílio do Microsoft Excel, organizamos planilhas e identificamos as principais instituições financeiras atuantes no mercado de títulos e pertencentes ao grupo citado.

A fim de facilitar a visualização das principais instituições financeiras *dealers* pelos leitores e de possibilitar a compreensão das modificações ocorridas no grupo ao longo dos anos analisados, organizamos gráficos contendo os principais *dealers* e o número de avaliações positivas recebidas pelo Bacen e pelo TN em cada governo que compôs o período do estudo, incluindo os dois governos Lula, os dois governos Dilma e o governo Temer. Trazemos também dados referentes à composição das carteiras de investimentos dos principais detentores destes ativos, considerando à preferência por indexadores e prazos, e destacamos o perfil das instituições financeiras. Comentamos a remuneração dos títulos públicos, incluindo correção e Taxas Contratadas na aquisição, e a variação da Taxa Selic e do IPCA no período. Por fim, após a inserção de um panorama geral da atuação destas instituições nos governos analisados, inserimos algumas considerações finais relacionadas ao capítulo.

2.1. A DPMFi NO ESTOQUE DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL

2.1.1. Diferenças e proporções da DPMFi e da DPFe no estoque da dívida

Antes de examinarmos as diferenças entre a DPMFi e a Dívida Pública Federal externa (DPFe) e de descrevermos as proporções de cada uma no estoque da dívida pública, cremos ser

necessária a exposição das diferentes metodologias existentes para a determinação do estoque total deste passivo brasileiro. De modo geral, os valores que compõem o estoque do endividamento público são organizados em Dívida Pública Bruta e em Dívida Pública Líquida. No primeiro caso, ocorre a soma de todos os passivos envolvidos, ou seja, das dívidas do setor não financeiro¹³ e do Bacen com o sistema financeiro público e privado, com setor privado não financeiro e com o resto do mundo. Para o cálculo da Dívida Pública Líquida, subtrai-se dos valores da Dívida Pública Bruta os créditos do setor público não financeiro e do Bacen.

No entanto, dependendo da metodologia adotada e da fonte divulgadora, os valores que compõem a dívida pública brasileira podem divergir. A este respeito, o TN alega que o conceito de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) utilizado pelo Bacen e pelo FMI apresentam diferenças conceituais e metodológicas para o cálculo, em especial no que tange ao tratamento reservado aos títulos da STN. Na metodologia adotada pelo FMI, todos os títulos emitidos pela STN dispostos na carteira do Bacen são considerados como dívida bruta, sem distinção dos títulos da STN que estão na carteira do Bacen dos títulos em circulação no mercado. Os débitos de responsabilidade das empresas estatais vinculadas às esferas federal, estadual e municipal são computados, excluindo-se os referentes à Petrobras e à Eletrobras.

Na metodologia utilizada pelo Bacen, não há inclusão dos títulos emitidos pela STN para si, mas apenas dos títulos em circulação no mercado. Há, por sua vez, a inclusão das operações compromissadas, ou seja, dos títulos vendidos sob o compromisso de recompra, com data e remuneração predefinidas. As operações compromissadas, segundo estudo realizado por Pellegrini (2017, p. 4), passaram a ser incluídas no cômputo do indicador oficial da dívida pública em 2008 e consistem num importante instrumento de política monetária. O saldo destas operações alcançou R\$ 1,16 trilhão em agosto de 2017, o equivalente a 17,9% do Produto Interno Bruto (PIB) e a 24,3% da dívida bruta do país. Deste saldo, 94% das operações foram contratadas com prazo de até três meses de vencimento (PELLEGRINI, 2017, p. 4).

O esquema a seguir, elaborado pelo TN para a contabilização da dívida pública, diferencia as metodologias adotadas pelo Bacen e pelo FMI. Nele, é possível observar a inclusão, pelo FMI, da dívida em mercado e no Bacen, bem como a dívida das empresas estatais, exceto da Petrobras e da Eletrobras, como mencionado. Também é possível observar a inclusão na DBGG, pelo Bacen, da dívida em mercado e das operações compromissadas.

¹³ No setor público não financeiro são consideradas as empresas públicas federais, estaduais e municipais, exceto bancos, distribuidoras de títulos, corretoras e demais companhias com permissão para atuar no mercado financeiro.

Quadro 1 - TN - Balanço Esquemático do Setor Público - Diferenças Metodológicas

ATIVOS	PASSIVOS
1. GOVERNO CENTRAL 1.1 Governo Federal Conta Única Créditos Concedidos Aplicações de Fundos 1.2 Banco Central DPMFi - BCB Carteira de Lastro Carteira Livre Reservas Internacionais 2. GOVERNOS ESTADUAIS 3. GOVERNOS MUNICIPAIS 4. EMPRESAS ESTATAIS Federais Estaduais Municipais	1. GOVERNO CENTRAL 1.1 Governo Federal DPMFi DPMFi - BCB DPMFi - em mercado DPFe 1.2 Banco Central Conta Única Operações Compromissadas 2. GOVERNOS ESTADUAIS 3. GOVERNOS MUNICIPAIS 4. EMPRESAS ESTATAIS Federais Estaduais Municipais

Dívida em mercado e no BCB - Entram no conceito do FMI

Dívida em mercado - Entra no conceito do BCB

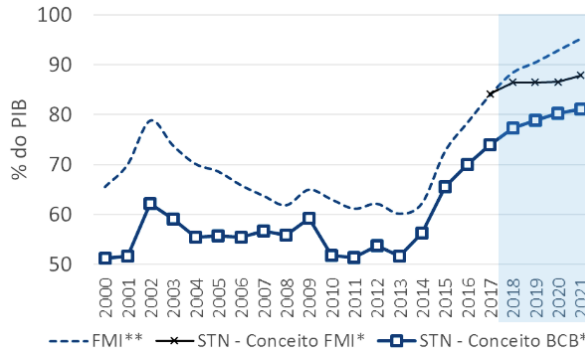
Entram apenas no conceito do BCB

Entram apenas no conceito do FMI

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

Em grande parte dos documentos elaborados pelo TN, como nos Relatórios Anuais da Dívida (RAD), existem alertas e esclarecimentos sobre as diferenças dos conceitos e das metodologias adotadas. Trata-se, sobretudo, de justificar o alinhamento das políticas de gestão do endividamento, contidas nos Planos Anuais de Financiamento (PAF), amplamente divulgados em respeito aos princípios da transparência e publicidade nas contas públicas. De acordo com o gráfico a seguir, a diferente compreensão conceitual, assim como a distinta aplicação metodológica para o cálculo do estoque da DPF, pode provocar divergências nos valores obtidos e nas projeções realizadas. Como é possível observar, a tendência do FMI é a de calcular e projetar a dívida pública em valor superior ao do Bacen. No entanto, para a elaboração do PAF, a STN utiliza a metodologia apresentada pelo Bacen, menos alarmista do que a dívida geral calculada e projetada pelo FMI.

Gráfico 1 - TN - DBGG - Diferentes Conceitos - Em % do PIB



Fonte: Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública, 2018. STN.

* Projeções realizadas pela STN considerando os conceitos de dívida do BCB e do FMI.

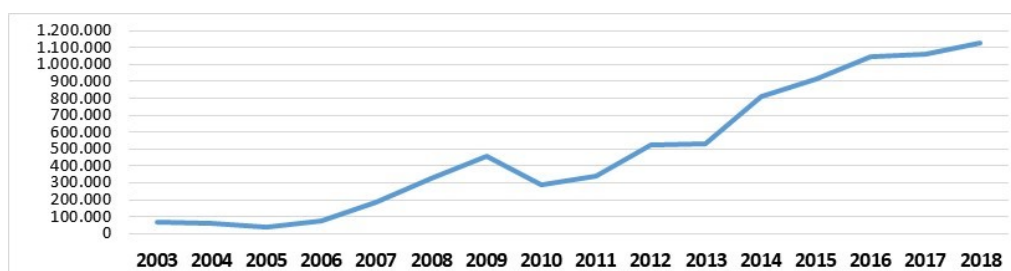
** Projeções divulgadas pelo FMI no World Economic Outlook Databases.

Obs.: O Banco Central do Brasil pode ser expresso como Bacen ou BCB.

Após ter acesso aos materiais da Audiência Pública da Comissão de Finanças e Tributação na Câmara dos Deputados – Brasília/DF, realizada em novembro de 2019, e da Audiência Pública na Comissão de Direitos Humanos (CDH) do Senado – Brasília/DF, em setembro de 2019, onde se apresentou dados e se debateu sobre o endividamento público brasileiro, observamos a pouca compreensão sobre as diferenças conceituais e metodológicas adotadas pelo FMI e pelo Bacen, em especial pelo conjunto de deputados e senadores das casas legislativas. Tal constatação nos levou a inferir que a pouca compreensão poderia ser percebida também nas demais esferas governamentais e na sociedade, de modo geral.

A fim de evitar confusões aos leitores, nesta investigação foram consultados os dados e os documentos divulgados nas plataformas digitais do Bacen e do TN, em especial os dados contidos nos Relatórios Anuais da Dívida (RAD) publicados entre 2003 e 2018 pela STN, elaborados a partir da utilização dos conceitos e metodologia do Bacen para o cálculo da DPF, que, por sua vez, compõe uma parte da dívida do Governo Geral. Ainda que não seja o foco desta investigação, as operações compromissadas realizadas pelo Bacen, ou seja, as operações em que o Banco vende ou compra os títulos públicos com o compromisso de recomprar e revender em curto ou curtíssimo prazo, são consideradas como passivo do Bacen, incluídas no passivo do setor público, mas não na DPF. Os títulos envolvidos nestas operações são considerados pelo TN como lastro ou garantia do Bacen, não como títulos em poder de terceiros, ainda que estes impactem nos serviços da dívida. O gráfico abaixo exhibe a evolução do estoque das operações compromissadas do Bacen, apresentando um grande crescimento, especialmente, após 2013.

Gráfico 2 - BACEN - Operações compromissadas - Estoque em R\$ Milhões



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

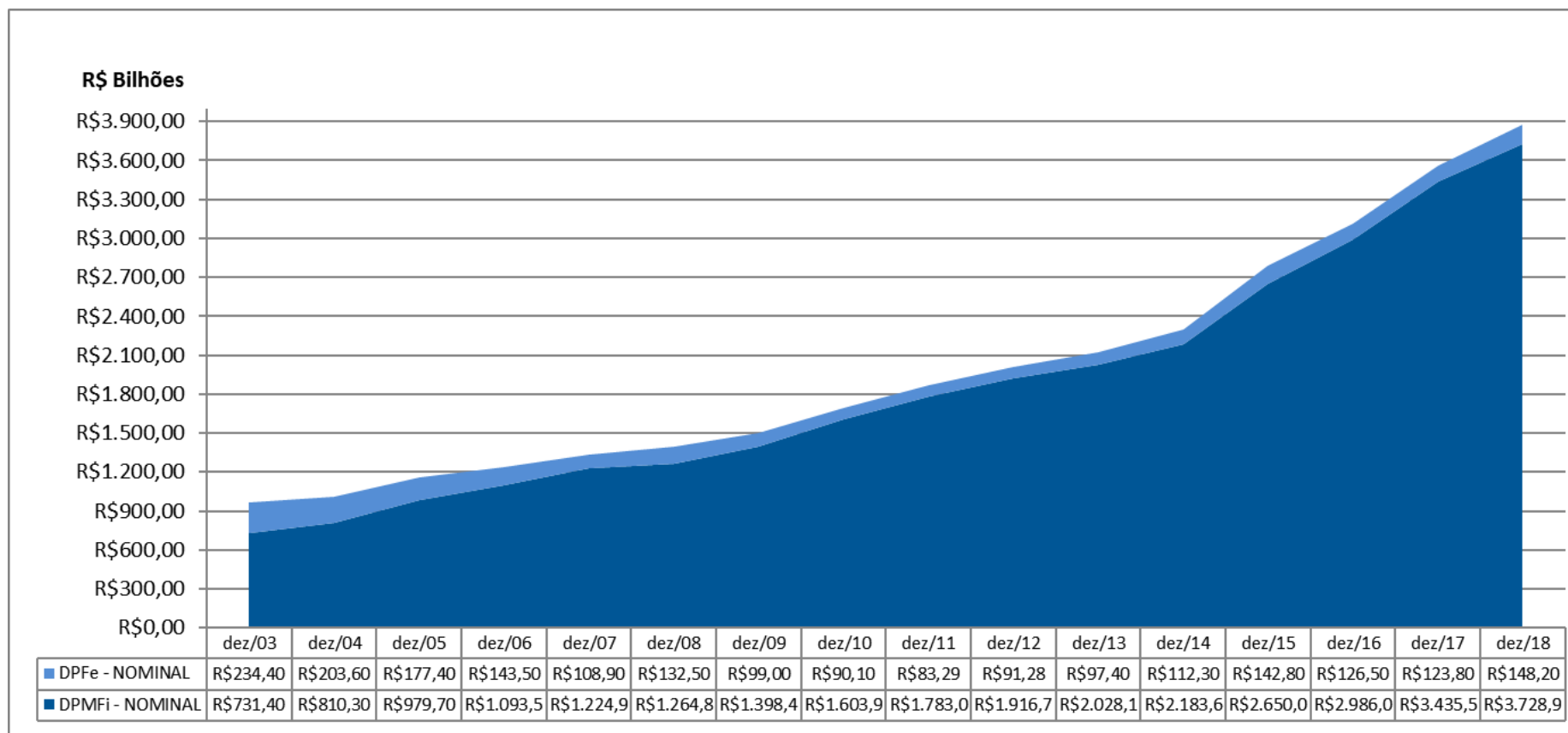
Nos RAD, o TN esclarece que toda a dívida contraída por meio da venda de títulos públicos leva o nome de Dívida Pública Mobiliária Federal e que toda a dívida contraída via contratos, em destaque com organismos multilaterais, é denominada Dívida Contratual. Os relatórios consultados classificam a DPF em dívida interna e dívida externa. Toda a dívida

pública federal contraída no mercado interno é paga em Real e se efetiva via emissão de títulos públicos, recebendo o nome de Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). Já a Dívida Pública Federal externa (DPFe), paga em Dólar dos EUA, é contraída via títulos e contratos estabelecidos no mercado internacional. Porém, a partir de 2005 foram emitidos títulos em Reais no exterior, compondo também a dívida externa do país. Assim, tendo em vista que agentes estrangeiros não residentes no país podem comprar títulos no mercado interno e que agentes podem adquirir títulos públicos em Reais no mercado internacional, a distinção entre a DPMFi e a DPFe é realizada de acordo com a origem da emissão.

Focando nossa investigação na DPF, verificamos que a DPMFi possui expressiva participação no estoque, demonstrando que este mecanismo tem se tornado um dos principais meios de financiamento do Estado nas últimas décadas. Em relação à DPFe, verificamos uma pequena e progressiva redução de seu montante no período contemplado por esta pesquisa. O gráfico abaixo ilustra a evolução do estoque da DPMFi e da DPFe entre 2003 e 2018, e aponta também os valores referentes ao estoque total da DPF em cada ano.

Para a exposição, comparamos a DPMFi e a DPFe em valores nominais e reais. Para expor o montante da DPF em valores reais, apresentamos um gráfico contendo os resultados obtidos a partir da realização do cálculo de deflação, usando como índice deflator o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). O cálculo foi utilizado para ajustar os valores que compõe a DPF em cada ano, aproximando-os da sua representação real ao final do ano de 2018. Mesmo após a readequação é possível observar um aumento considerável da DPF.

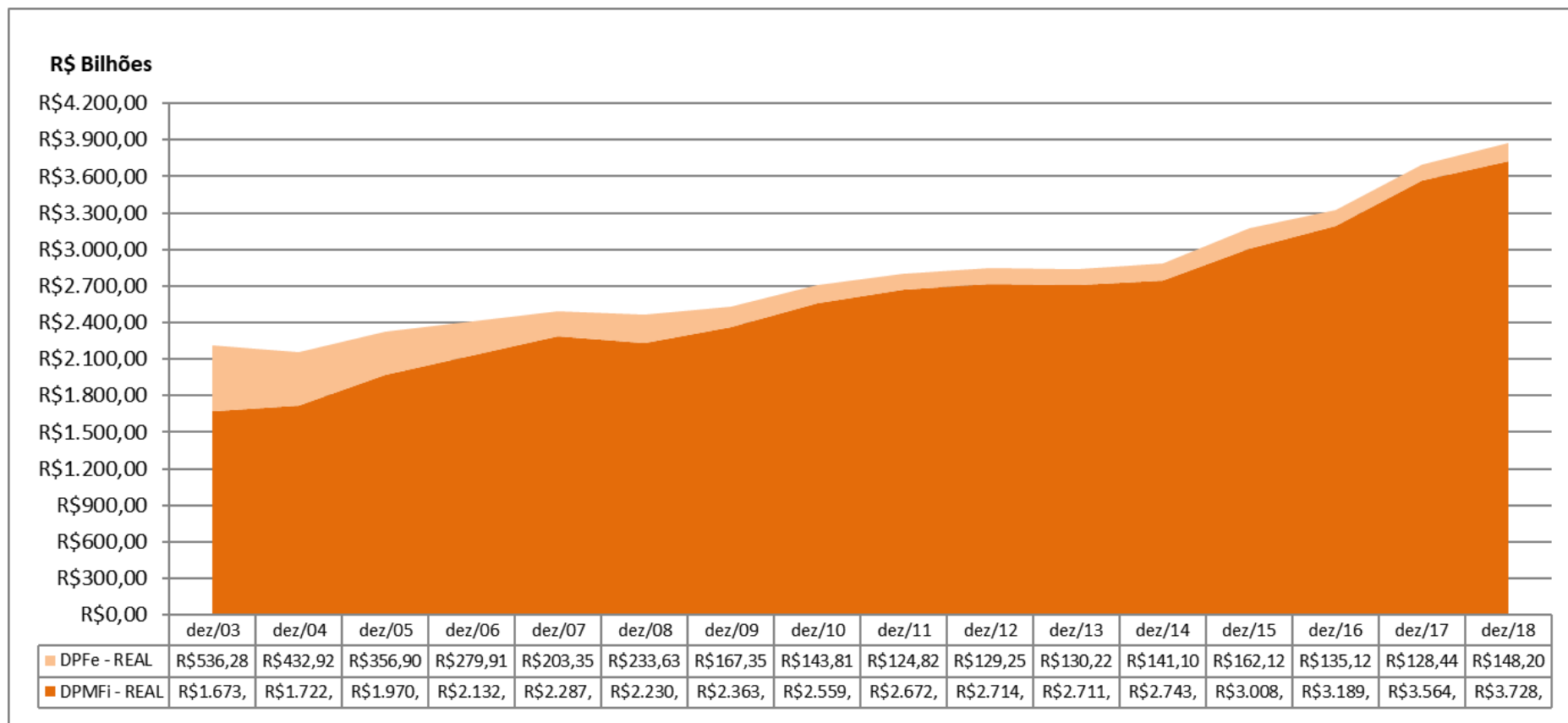
Gráfico 3 - BRASIL - DPMFi e DPFe - Valores Nominais (2003-2018) - Em R\$ Bilhões



Fonte: Relatórios Anuais da Dívida (2003-2018) publicados pelo TN. Elaboração própria.

Obs.: Os valores da DPFe foram convertidos para a moeda Real e publicados nos relatórios consultados.

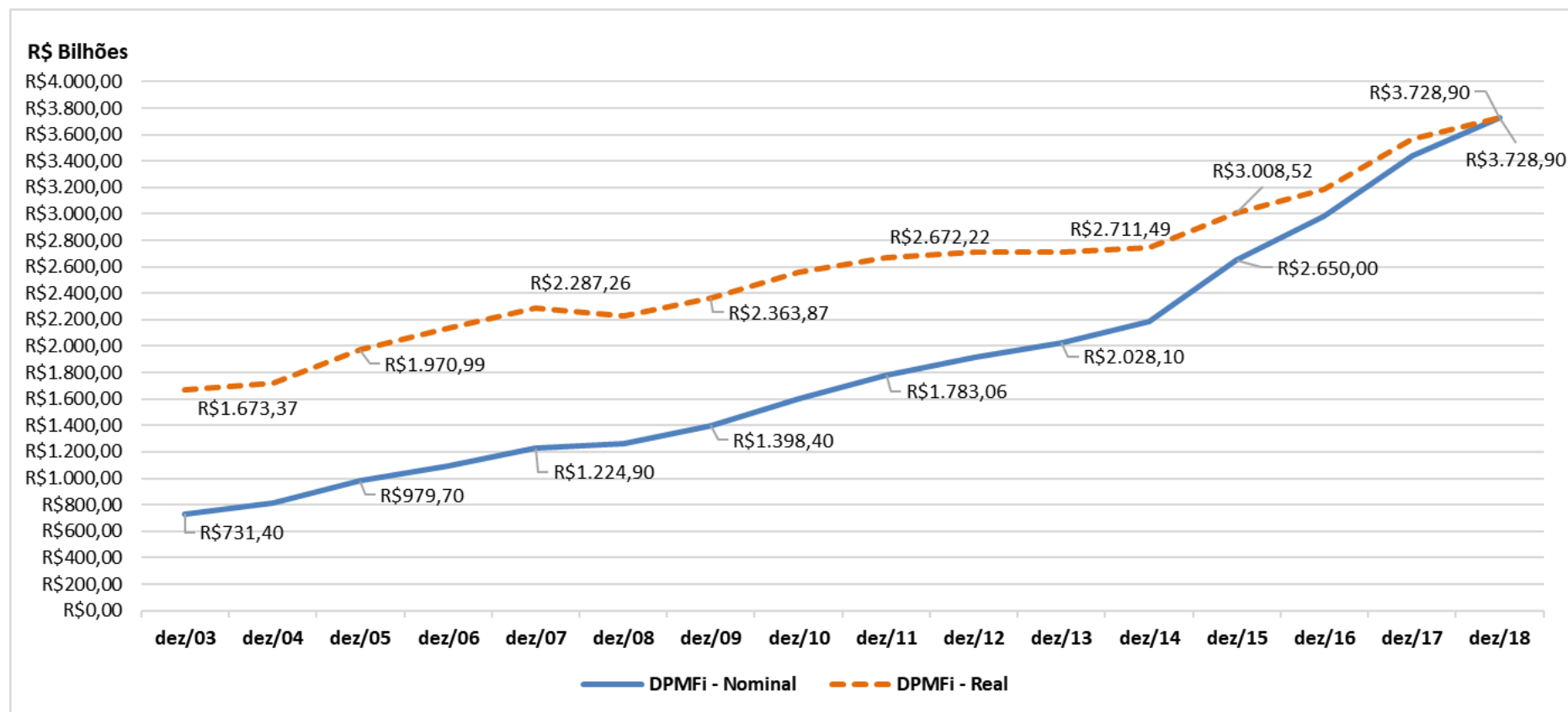
Gráfico 4 - BRASIL - DPMFi e DPFe - Valores Reais (2003-2018) - Em R\$ Bilhões



Fonte: Relatórios Anuais da Dívida (2003-2018) publicados pelo TN. Elaboração própria.

Obs.: Os valores da DPFe foram convertidos para a moeda Real e publicados nos relatórios consultados. Para o cálculo de deflação foi utilizado o IPCA como índice deflator.

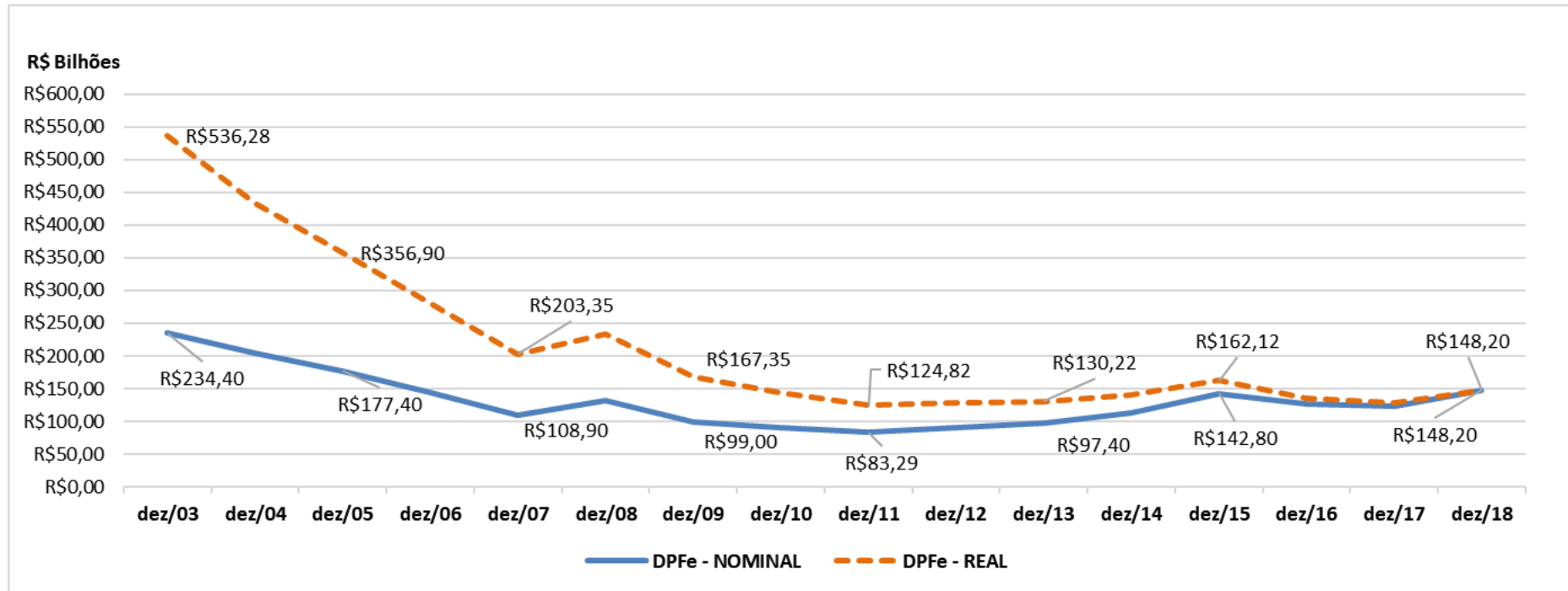
Gráfico 5 - BRASIL - DPMFi - Valores nominais e reais (2003-2018) - Em R\$ Bilhões



Fonte: Relatórios Anuais da Dívida (2003-2018) publicados pelo TN. Elaboração própria.

Obs.: Para o cálculo de deflação foi utilizado o IPCA como índice deflator.

Gráfico 6 - BRASIL - DPFe - Valores nominais e reais (2003-2018) - Em R\$ Bilhões

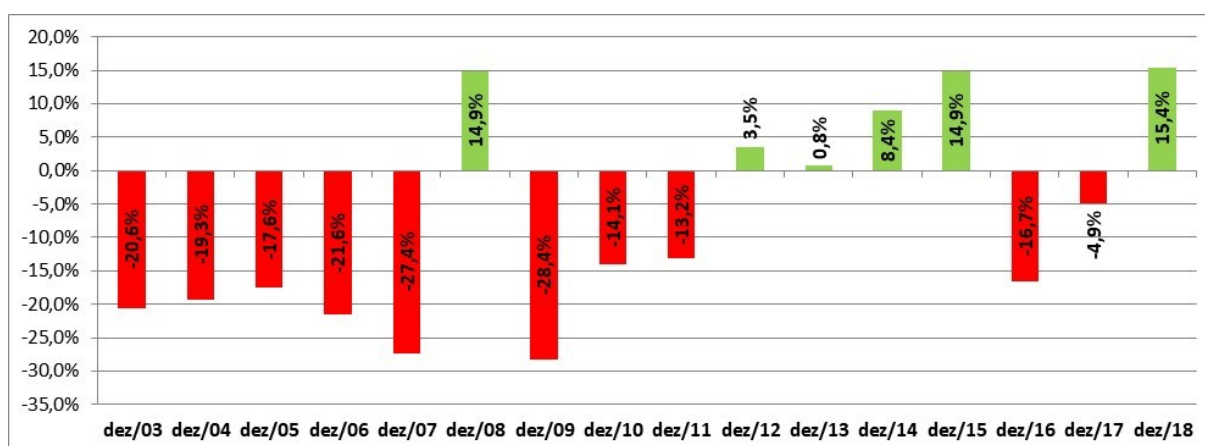


Fonte: Relatórios Anuais da Dívida (2003-2018) publicados pelo TN. Elaboração própria.

Obs.: Os valores da DPFe foram convertidos para a moeda Real publicados nos relatórios consultados. Para o cálculo de deflação foi utilizado o IPCA como índice deflator.

Como é possível observar, houve períodos de crescimento da DPFe. No entanto, a dívida externa mantém, na maior parte do período investigado, uma taxa de variação negativa, isto é, um índice percentual de crescimento menor em relação ao ano anterior. Conforme apontamos no gráfico abaixo, contendo a taxa de variação do endividamento externo do Brasil, foram registradas variações positivas para a DPFe no ano de 2008, no período compreendido entre 2012 a 2015, e em 2018.

Gráfico 7 - BRASIL - DPFe - Taxa de variação (2003-2018) - Em %



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Obs.: Para a elaboração do gráfico acima foram utilizados os valores reais.

Diante deste aumento, o Bacen justificou que, durante a crise do sistema financeiro internacional de 2008, o aumento da dívida externa acompanhou a oscilação da taxa de câmbio do Dólar dos EUA. O mesmo ocorreu entre 2012 e 2015 e em 2018, quando o aumento da DPFe acompanhou a nova valorização daquela moeda. Já o pagamento antecipado da dívida externa do país ao FMI em 2005, durante o primeiro governo Lula, contribuiu para a manutenção da taxa de variação negativa da DPFe entre 2005 e 2007. No entanto, como parte do trâmite para o pagamento, títulos públicos foram emitidos, o que contribuiu para o crescimento da DPMFi, como é possível verificar no próximo gráfico.

Sobre este ponto, consideramos importante mencionar que, para dispor de dólares dos EUA para o pagamento antecipado, o Bacen precisou comprá-los no mercado e, segundo Fattorelli, “[...] quando o BC compra dólares, injeta reais na economia, o que, na visão do governo, causa inflação. Assim, para retirar este excesso de reais da economia, o governo emite títulos da “dívida interna”, em igual valor” (2016, n.p.). Neste contexto, o excesso de liquidez pode ter sido equilibrado com as operações compromissadas, não somente com a emissão primária de títulos, o que explicaria a expansão das compromissadas entre 2005 e 2009.

Segundo Fattorelli (2016, n.p.), a dívida externa do Brasil com o FMI alcançava na época US\$ 15,5 bilhões, com taxa de juros de 4% ao ano. Em 2005, o Dólar dos EUA chegou a R\$ 2,80 e, em 2007, reduziu para R\$ 1,50. Para a autora, a polêmica do pagamento antecipado situa-se na ideia de que: “trocamos uma dívida em dólares com o FMI, moeda cujo valor estava caindo, se tivesse esperado até 2007, quando a dívida venceu, seria R\$ 1,50 [...] e para pagar, emitimos títulos da dívida interna em reais a 19% de juros” (FATTORELLI, 2016, n.p.).

Ao contrário do que foi anunciado na época, o pagamento antecipado da dívida externa do Brasil ao FMI não eliminou a DPFe do estoque da DPF. Conforme apontam os gráficos exibidos acima, o pagamento realizado em 2005 apenas acompanhou a tendência de queda ocorrida entre 2003, de acordo com o período investigado, e 2007. Ainda que retirar o FMI da lista de credores tenha possibilitado o relativo afastamento das obrigações e restrições impostas pelo órgão, o crescimento da dívida pública, especialmente da dívida interna, acompanhou o crescimento da narrativa em defesa da aplicação de políticas de austeridade para contenção dos gastos públicos, ponto que abordaremos no sexto capítulo deste documento.

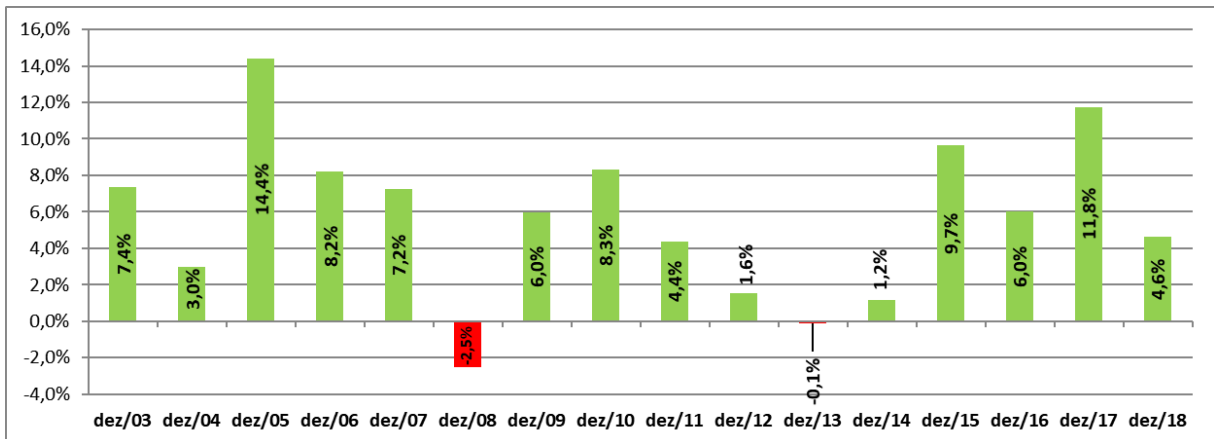
A DPMFi, por sua vez, apresentou taxa de variação positiva na maior parte do período estudado, apresentando picos em 2005 (14,4%), 2015 (9,7%) e 2017 (11,7%). Em 2008, num dos períodos marcados por instabilidades econômicas no Brasil, observamos que, na medida em que ocorreu um aumento da DPFe, houve, em paralelo, uma leve redução da DPMFi. Segundo o Bacen¹⁴, esta desaceleração, ocorrida antes dos impactos da crise do sistema financeiro internacional, adveio, entre outros, do crescimento econômico e do superávit primário no país¹⁵, o que permitiu a redução da proporção da dívida mobiliária interna no PIB.

Já no ano 2013, segundo Athayde e Vianna (2015, p. 415), ano marcado por menor crescimento econômico e pela entrega de superávit primário menor quando em relação aos anos anteriores, a taxa de variação negativa da DPMFi ocorreu devido a um comportamento conservador do TN que, frente à grande volatilidade das taxas de juros no mercado, emitiu menor quantidade de títulos públicos, provocando queda na taxa de rolagem da DPMFi. No gráfico abaixo é possível verificar o crescimento negativo da DPMFi em 2008 e em 2013, além do crescimento positivo nos demais anos analisados, com destaque para 2005, ano do pagamento antecipado ao FMI, como apontamos.

¹⁴ BACEN. **Relatório de Estabilidade Financeira**, maio de 2008. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2008_05/ref20085p.pdf. Acesso em: 25 de jan. de 2020.

¹⁵ Em janeiro de 2008 foi registrado superávit nominal de R\$5,5 bilhões, de acordo com o Relatório de Estabilidade Financeira publicado em maio de 2008.

Gráfico 8 - BRASIL - DPMFi - Taxa de variação (2003-2018) - Em %



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Obs.: Para a elaboração do gráfico acima foram utilizados os valores reais.

A partir dos dados apresentados observamos que, de modo geral, há um significativo crescimento do endividamento do país, impulsionado pelo crescimento da dívida interna. Tal constatação nos conduziu à investigação das proposições da venda dos títulos públicos no Brasil e à compreensão da sua aplicabilidade e eficiência dentro das políticas econômicas adotadas. Segundo a STN, o processo de venda e compra de títulos públicos considera atualmente duas finalidades principais: 1) financiar o déficit orçamentário, nele incluído o refinanciamento da dívida pública; e 2) realizar operações para fins específicos, definidos em lei.

Assim, ainda que o endividamento ocasionado pela venda de títulos possa subsidiar determinados programas, como o auxílio emergencial no contexto da pandemia da Covid-19, por exemplo, a lógica da sua manutenção, pautada especialmente na necessidade de refinanciamento da dívida em si, restringe a ampliação da oferta de serviços públicos à população, conforme discutiremos mais adiante. Tal percepção nos aproximou do conceito “sistema da dívida”, largamente utilizado pelo grupo Auditoria Cidadã da Dívida Pública, que, segundo Fattorelli, representa:

[...] a utilização do endividamento público às avessas, ou seja, em vez de servir para aportar recursos ao Estado, o processo de endividamento tem funcionado como um instrumento que promove uma contínua e crescente subtração de recursos públicos, que são direcionados ao setor financeiro privado (FATTORELLI, 2017, p. 10).

Tomando tal conceito como referência para o desenvolvimento de um olhar crítico sobre o endividamento público, faremos uma breve exposição sobre o desenvolvimento do mercado de títulos públicos no Brasil e a maneira como a dívida interna tem sido utilizada como

instrumento indireto de aplicação da política monetária no país e como instrumento de financiamento dos déficits do Estado e de refinanciamento da dívida pública.

2.1.2. O desenvolvimento do mercado aberto de títulos públicos

A compreensão do desenvolvimento e da atual formatação do mercado de títulos públicos no Brasil nos possibilita o entendimento do funcionamento das operações envolvendo os ativos brasileiros, bem como a compreensão dos diferentes instrumentos nominativos utilizados desde a sua origem, com a criação do Bacen e do Conselho Monetário Nacional (CMN), em 1964, e com a instituição das operações de compra e venda de títulos públicos federais no Brasil. Ainda que o mercado de títulos seja um importante espaço para captação de recursos financeiros, ele nem sempre se qualificou por sua robustez e credibilidade. Para Almeida (2014, p. 22), os diversos instrumentos nominativos, considerando os diferentes tipos de papéis e suas finalidades, e as taxas reais de remuneração baixas e, por vezes, negativas, dificultavam o entendimento e desestimulavam os primeiros investidores.

O contexto econômico do início da década de 1960 não favorecia o crescimento deste mercado, pois os títulos emitidos encontravam-se expostos à alta da inflação e possuíam limites para remuneração, com juros de até 12% ao ano, conforme a “Lei da Usura” estabelecida no Decreto nº 22.626, de 07 de abril de 1933¹⁶. Não havia estímulo e contrapartidas atrativas aos investidores que, ao portar os papéis, se colocavam diante do risco de uma possível desvalorização. A partir da definição da correção monetária, com a Lei nº 4.537, de 16 de julho de 1964, e da criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), com o Decreto nº 54.252, de 03 de setembro de 1964, o mercado de títulos ganhou novos contornos. A ORTN, contando com o sistema de correção monetária, com valor atualizado trimestralmente a partir das variações do poder aquisitivo da moeda nacional, passou a atrair mais investidores.

O Bacen, procurando dinamizar e impulsionar o mercado secundário de títulos públicos com o aumento do fluxo de negociação, proporcionou maior liquidez aos detentores com a recompra dos títulos e com a aceitação de uma parcela dos depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista nos bancos comerciais realizada com títulos públicos, conforme a Resolução nº 79 do CMN, de 06 de dezembro de 1967 (ALMEIDA, 2014, p. 24). Importante mencionar que, neste momento, o Bacen conseguiu estabelecer as operações de mercado aberto como instrumento de condução da política monetária, controlando a liquidez da economia, antes possibilitado, principalmente, pelo recolhimento dos depósitos compulsórios.

¹⁶ Revogada por decreto em 1991. Incorporado no texto constitucional, o Artigo 192º da CF/88, citando o crime de usura, foi revogado pela Emenda Constitucional nº 40, de 29 de maio de 2003.

Frente a demanda do Bacen por simplificação nos papéis e nos cálculos e por desenvolver o mercado aberto de títulos públicos, em 1970, criou-se as Letras do Tesouro Nacional (LTN) que, possuindo rentabilidade prefixada e cálculos descomplicados, facilitou as intervenções do Banco junto às instituições financeiras, ensinando-as, literalmente, a operar no mercado aberto de títulos. Com o sucesso da dinamização e do crescimento do mercado de títulos públicos como instrumento de política monetária, a interação direta do Bacen com os investidores exigiu, em 1972, a seleção de um grupo específico de instituições financeiras para realizar o diálogo entre as demandas do mercado secundário e o órgão. Trata-se, desse modo, da origem dos *dealers* de mercado aberto.

Conforme aponta Almeida (2014, p. 24), pode-se afirmar que o início das operações no mercado de títulos públicos se caracterizou, especialmente, pelo exercício da pessoalidade, pela falta de transparência nas negociações, pela existência de assimetria de informações entre os participantes e pelo privilegiamento de determinados investidores. Para conter as distorções, os riscos e os vícios nas operações, o Bacen passou a promover leilões públicos, proporcionando transparência para a formação de preços e impessoalidade nas negociações. A fim de criar um serviço de custódia dos papéis para os bancos comerciais, evitando também as falsificações e as operações realizadas com cheques sem fundos, passou a funcionar, em 1971, o serviço de custódia física, com controle manual, e, em 1975, a Gerência da Dívida Pública (GEDIP), também com custódia física, culminando, em 1979, no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC)¹⁷. Junto a estas medidas, as operações compromissadas passaram a ser regradas pela Resolução do Bacen nº 366, de 09 de abril de 1976.

Mais adiante, o Bacen, por meio da Resolução nº 550, de 21 de junho de 1979, passou a permitir a utilização dos títulos públicos nas operações de redesconto pelos bancos, ou seja, o título passou a ser utilizado também como garantia da operação, como mero colateral. Assim, em função do ganho de complexidade das operações envolvendo títulos públicos, o SELIC passou a processar as liquidações das operações de mercado aberto, as operações de redesconto e as operações de emissão, resgate e pagamento dos títulos. Os papéis passaram a ser escriturais, e não mais físicos, evitando-se o risco de falsificações, como aponta Almeida (2014, p. 25).

No início da década de 1980, as sucessivas mudanças nas regras para o cálculo da correção monetária em função da alta inflação causou a perda da confiança dos investidores, especialmente no que se refere às operações envolvendo as ORTN. Nesse período houve o processo de estatização da dívida externa, ou seja, da redução do passivo dolarizado das

¹⁷ Neste texto, quando nos referirmos ao Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, usaremos a sigla SELIC, com letras maiúsculas. Quando nos referirmos à Taxa Selic, usaremos letras minúsculas, exceto as iniciais.

empresas a partir de maciços depósitos em Dólares no Bacen, fazendo com que o TN, para manter solvente a autoridade monetária, passasse a emitir ORTN cambiais como lastro deste passivo em Dólares no Bacen (BARROS, 1993, p. 8).

A alta da inflação e o aumento dos riscos nas operações realizadas no mercado aberto fizeram com que instituições financeiras passassem a investir em títulos de curto prazo e indexados à ORTN ou à taxa de câmbio. A arrecadação de recursos pelos bancos junto aos seus clientes, e o investimento desses em títulos de curto prazo, impulsionou o desenvolvimento do mercado *overnight*, ou seja, a remuneração em apenas um dia útil. No entanto, ainda que a alta da inflação incidisse em riscos aos investimentos realizados em títulos públicos, não houve a diminuição do volume das operações. Tal fato deveu-se, em grande medida, à remuneração real positiva oferecida pelo governo e às operações compromissadas que, ao diminuírem os riscos, possibilitaram a continuidade do fluxo de investimentos.

Em 1986, ainda sob forte influência da alta da inflação e sob a tentativa fracassada dos planos de estabilização da economia, o Bacen foi autorizado a emitir títulos próprios para efeitos de aplicação e manutenção de política monetária. Surgem assim as Letras do Banco Central (LBC), com valor atualizado diariamente pela Taxa Selic, criada especificamente para este fim. No intuito de aumentar a competência do Bacen no controle da liquidez e na proteção da autoridade monetária, a Constituição Federal de 1988 impediu o Banco de conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao TN ou a qualquer órgão ou entidade que não fosse uma instituição financeira, e limitou a compra e venda de títulos emitidos pelo TN ao montante equivalente ao principal vencendo em sua carteira.

O início da década de 1990, com a inflação atingindo patamar superior aos 1.000% ao ano, o estoque de títulos públicos em poder do mercado, sendo a maior parte em Letras Financeiras do Tesouro (LFT), representava 15% do PIB. Como medida de controle da inflação, o Plano Collor congelou a emissão de novos ativos e o bloqueou 80% da dívida pública no Bacen, trocando o seu rendimento de forma compulsória para a variação do Bônus do Tesouro Nacional (BTN), instrumento baseado no Índice de Preços ao Consumidor, acrescida de 6% ao ano (ALMEIDA, 2014, p. 31). Em consequência, houve a redução da liquidez na economia, obrigando o Bacen a recomprar as LFT remanescentes para prover liquidez aos agentes.

Com o fracasso do Plano Collor e com a inflação ultrapassando 20% no final de janeiro de 1991, entra em vigor o Plano Collor II que, dentre suas diversas ações, previa a extinção da aplicação *overnight* e a criação dos Fundos de Aplicação Financeira (FAF). Assim, as instituições financeiras, que utilizavam as operações *overnight* para melhorar a remuneração e a segurança da aplicação, devido ao curtíssimo prazo, passaram a adquirir títulos usando os

recursos advindos da venda de cotas para investidores dos fundos, fazendo com que os riscos da variação dos preços fossem absorvidos pelos cotistas. Com o fracasso do Plano Collor II, iniciou-se a devolução dos ativos bloqueados e, para o seu pagamento, foram emitidos novos títulos, como as Notas do Tesouro Nacional (NTN), variando a sua série de acordo com a maturidade e o tipo de indexador, oferecendo novas alternativas aos investidores. Neste processo, os FAF foram extintos em 1995, assim como os demais fundos de curto prazo, e substituídos pelos Fundos de Investimento Financeiro (FIF) e pelos Fundos de Aplicação em Quotas de Fundos de Investimento Financeiro (FAQ-FIF).

A implantação do Plano Real trouxe medidas mais restritivas à economia no controle da inflação, como os elevados recolhimentos compulsórios sobre os novos depósitos à vista, fixados em 100%, e a restrição do prazo máximo das operações creditícias em três meses. A emissão da nova moeda ficou condicionada à prévia vinculação de reservas internacionais. No regime de âncora cambial, onde a autoridade monetária, o Bacen, se comprometia a vender um Dólar dos EUA por um Real, buscava-se a estabilização da nova moeda nacional. A elevação das taxas de juros e a sobrevalorização do Real, como abordaremos no sexto capítulo, provocaram, ao final de 1998, o insucesso do regime de câmbio adotado.

Frente à incipiente estabilidade econômica vivenciada com o Plano Real, antes mesmo que seus reflexos fossem percebidos e analisados, o TN passou a emitir maior volume de LTN no mercado, aumentando de forma progressiva os prazos dos vencimentos. Nesse período, as operações de desconto passaram por modificações, sendo a Taxa Básica do Banco Central (TBC) estabelecida como piso da remuneração e a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN) como teto, acrescida de uma variação conforme o prazo da operação. A TBC e a TBAN deveriam, juntas, balizar a formação das taxas de juros, o que aumentaria a capacidade do instrumento em questão agir como ferramenta de política monetária, como aponta Almeida.

Foi criada a Taxa Básica do Banco Central (TBC), pela qual o BCB emprestaria recursos às instituições financeiras em operações lastreadas em títulos públicos federais e, a seguir, foi desenvolvida a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN), cujo objetivo era servir de referência para o mesmo auxílio provido pela TBC em empréstimos superiores a um valor básico. Dessa forma as taxas de juros das operações de desconto passavam a ter um piso dado pela TBC e um teto dado pela TBAN acrescida de uma variação conforme o prazo da operação. As novas taxas deveriam balizar a formação das taxas de juros e, com isso, o BCB procurava utilizar as operações de mercado aberto apenas para realizar o ajuste fino das taxas de juros (ALMEIDA, 2014, p. 34).

O mercado de títulos públicos foi impulsionado durante o primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso com o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento

do Sistema Financeiro Nacional (Proer), criado em 1995, e com o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes), em 1996. O Proes, compondo a política de privatização e saneamento dos bancos estatais pelos governos estaduais, dispunha de linhas especiais de crédito ao saneamento e à reestruturação, vinculando o incentivo financeiro à redução dos ativos e passivos das instituições, bem como à posse dos títulos do TN, visando recomposição patrimonial e das carteiras. Em outras palavras, o saneamento dos bancos estatais contou com recursos do TN, via disponibilização de linhas especiais de crédito e da oferta de títulos públicos. Bancos foram extintos, liquidados, federalizados ou transformados em agências de fomento, como apontamos no primeiro capítulo.

Em 1996 foi criado o Comitê de Política Monetária (Copom) que, em meio à crise nos países asiáticos, em 1997, aumentou a atratividade dos títulos aos investidores com a elevação da taxa de juros para conter a fuga de capitais do país, aumentando o volume de títulos LFT na composição do estoque da dívida. Diante do contexto internacional, marcado por crises financeiras na Rússia, no México e na Ásia, o Brasil passa por uma nova elevação das taxas de juros e novos instrumentos são criados pelo Bacen para manter os recursos no país. Negociações com o FMI e com o Tesouro dos EUA foram realizadas e um total de US\$ 41,5 bilhões foi emprestado, logo após as eleições presidenciais, condicionado à implantação de medidas fiscais e ao estabelecimento de metas de superávit primário.

No final de 1999, o TN e o Bacen definiram uma série de diretrizes para a gestão da dívida pública federal interna. Segundo Almeida (2014, p. 36), os objetivos principais correspondiam: 1) à ampliação da maturidade da dívida, ou seja, do período compreendido entre a compra do título até a data do resgate; 2) à elevação da participação dos títulos prefixados no estoque da dívida, de modo que seu valor de face não fosse influenciado pela oscilação dos juros na economia; 3) à redução da participação dos títulos atualizados pela variação do Dólar dos EUA ou pela Taxa Selic, tendo em vista as variações dos juros e do câmbio; e 4) à promoção do desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos.

Tais diretrizes implicaram a adoção de medidas como: 1) tornar os limites de alavancagem em operações com títulos federais flexíveis para as instituições financeiras; 2) modificar o processo de seleção dos *dealers* primários do mercado aberto, estimulando o desenvolvimento de *Market Makers*¹⁸ para os títulos públicos; 3) aumentar a transparência com relatórios mensais sobre a dívida pública e sobre as operações de mercado aberto; 4) aumentar a previsibilidade por meio da divulgação de cronogramas referentes às ofertas públicas de

¹⁸ Neste texto compreendemos o Market Maker como uma instituição financeira comprometida em manter ofertas de compra e venda dos ativos públicos, dando liquidez a eles.

títulos; 5) induzir a negociação eletrônica de títulos do governo; e 6) organizar reuniões periódicas entre o Bacen, o TN e os *dealers* primários.

Neste contexto, e de acordo com Ziliotto (2011, p. 122), a dívida interna obtida via emissão de títulos públicos cresceu R\$ 563,2 bilhões em 2001, sendo o programa de saneamento das dívidas de estados e municípios responsável por R\$ 297,7 bilhões; o aumento dos juros nominais e demais custos de gerenciamento da dívida responsáveis por R\$ 109,4 e R\$ 44,9 bilhões, respectivamente; a desvalorização cambial, que se aplicou aos títulos atrelados à moeda estrangeira, responsável por R\$ 72,8 bilhões; o programa de fortalecimento do setor bancário federal, por R\$ 65,4 bilhões; a absorção de passivos contingentes, denominados “esqueletos”, por R\$ 62,8 bilhões; e demais programas do governo, por R\$ 45,2 bilhões.

Com as incertezas econômicas e políticas no Brasil ocasionadas pelas eleições presidenciais de 2002 e com a colocação casada de LFT com *swaps* cambial, onde há troca de taxa de variação do dólar dos EUA por outra taxa de juros, o mercado foi inundado por LFT que, por sua vez, foram negociadas com deságio¹⁹. Tratou-se, em outras palavras, da intervenção do TN no mercado de títulos para equilibrar o estoque dos ativos, provocando, como efeito colateral, o excesso de LFT em circulação. Ainda que tenha ocorrido grande adesão a estas ofertas, a intervenção diária do Bacen no mercado para controlar liquidez e impedir maior desvalorização do Real e do câmbio ocorreu, em parte, com as reservas internacionais.

As incertezas com relação à condução da política e da economia do país começaram a se dissipar logo após Luiz Inácio Lula da Silva tomar posse como presidente. O novo contexto favoreceu a estabilização da taxa de câmbio e possibilitou um processo gradual de ampliação dos prazos das operações compromissadas. Modificaram-se os critérios para o credenciamento das instituições financeiras no grupo de *dealers* do mercado aberto, dividindo-o em *dealers* primários, grupo direcionado à compra direta de títulos públicos federais, e em *dealers* especialistas, grupo direcionado à negociação de compra e venda dos títulos públicos no mercado secundário entre diferentes instituições e agentes financeiros.

Os anos seguintes foram marcados por “melhoria das contas públicas, retomada do crescimento econômico, manutenção da inflação dentro dos intervalos de tolerância da meta estabelecida” (ALMEIDA, 2014, p. 39). No que se refere ao mercado de títulos públicos, o governo passou a reduzir e a suspender a emissão de títulos corrigidos pela Taxa Selic e pela variação cambial, ampliando os instrumentos com rentabilidade prefixada ou corrigidos pelo

¹⁹ Neste caso, usamos o termo deságio para nos referirmos à venda da LFT ao preço real de mercado. No período, houve antecipação da regra da marcação a mercado pelo Bacen, isto é, da colocação dos papéis no mercado pelos investidores ao valor do dia, sem o aguardo de melhores remunerações em data futura.

IPCA. Tal medida visava, entre outros, evitar que a oscilação da Taxa Selic e do câmbio refletisse no montante da dívida e provocasse o desinteresse dos investidores, ou o aumento dos juros a pagar pelo governo. Houve também o estímulo ao alongamento da dívida com a emissão de Notas do Tesouro Nacional série F (NTN-F) e Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B) com prazos mais longos de resgate final e cupons semestrais de recebimento de juros.

Diante da aproximação da crise financeira do sistema financeiro internacional de 2008 e do represamento de recursos pelas grandes instituições financeiras privadas, retraindo a oferta de crédito no Brasil, o Bacen e o TN, visando aquecer o mercado de títulos e de crédito, adotaram medidas como: 1) a redução da oferta de títulos prefixados, evitando pressionar o mercado de juros; 2) a substituição de *swaps* reversos²⁰ por *swaps* tradicionais²¹, frente à demanda por instrumentos de *hedge*²² no mercado; e 3) a liberação dos recolhimentos compulsórios sobre recursos à prazo e sobre a exigibilidade adicional, assegurando a normalização das operações de crédito (ALMEIDA, 2014, p. 41). Em 2009, como parte das medidas adotadas no período, as operações compromissadas destinadas ao gerenciamento de liquidez envolvendo títulos públicos, antes restritas aos *dealers*, passaram a ser acessíveis a todas as instituições financeiras, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

A partir de agosto de 2010, os *dealers*, até então organizados em primários e especialistas, foram unificados em apenas um grupo, atuando nos mercados primário e secundário de títulos públicos. Em agosto de 2015, a Codip passou a selecionar seu próprio grupo de *dealers* para atuar no mercado de títulos, especialmente via plataformas eletrônicas de negociação. Nos anos seguintes, verifica-se a continuidade do processo de retirada dos instrumentos utilizados pelo Bacen corrigidos pela Taxa Selic e pelo câmbio, e o aumento do número de títulos públicos prefixados e corrigidos pelo IPCA. Em conjunto, a definição de metas reduzidas para a Taxa Selic, em especial após 2015, passa a desestimular a aquisição destes ativos, mudando as demandas dos investidores referentes às Taxas Contratadas no ato da operação e mudando os perfis de investimento, conforme veremos a seguir.

²⁰ O Bacen paga aos investidores os juros do período. O investidor, por outro lado, paga ao Bacen a oscilação cambial do período. O mecanismo é utilizado para a manutenção da estabilidade do câmbio da moeda brasileira, evitando quedas súbitas do Dólar dos EUA e, conseqüentemente, o déficit na balança comercial.

²¹ O Bacen paga ao investidor valores referentes à oscilação do dólar, além de um prêmio. O investidor, por sua vez, paga ao Bacen a diferença da taxa de juros durante o período de validade do ativo. O mecanismo visa controlar a inflação no país, num momento de instabilidades do Dólar dos EUA.

²² Trata-se de um instrumento de proteção de riscos. No contrato de *hedge*, o valor prefixado deverá ser cumprido, mesmo que ocorra desvalorização.

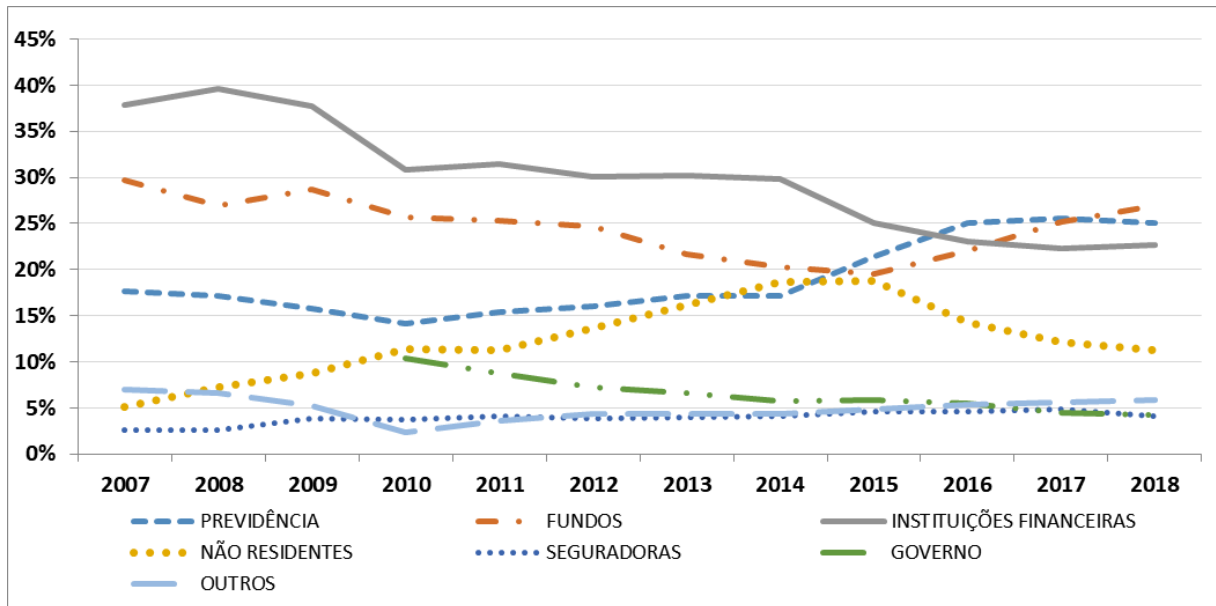
2.1.3. Detentores da DPMFi e perfis de investimento

No processo referente ao desenvolvimento e à expansão do mercado de títulos públicos brasileiros foram necessários a criação de mecanismos facilitadores das operações de compra e venda dos ativos e o estabelecimento de um canal de comunicação entre o Bacen e os investidores. Na estrutura adotada, alguns grupos de investidores ganharam destaque pelo papel desempenhado nestas operações, tornando-se grandes detentores dos ativos, e pelo papel de mediadores do Bacen e do mercado de títulos, de modo geral. Com esta compreensão, investigamos os principais agentes detentores da DPMFi, bem como os perfis de investimento.

Os RAD elaborados pelo TN, apresentando os resultados e os principais avanços no gerenciamento da dívida ao longo dos anos, também utilizados como referência nas diretrizes e metas traçadas pelo PAF, passaram a detalhar os detentores dos títulos públicos lançados no mercado interno a partir de 2010. Antes, nos RAD, definia-se apenas como “composição da DPMFi em poder do público”, de modo amplo e vago. Porém, nas publicações realizadas no sítio eletrônico do TN, na seção nomeada como “Dívida em grandes números”, foi possível localizar dados referentes aos detentores entre 2007 e 2010. Nas publicações eletrônicas realizadas pelo TN e nos RAD, não há distinção entre as aquisições feitas a partir do mercado primário e as feitas a partir do mercado secundário, somente a posse dos títulos na aferição. Também não há menção sobre a contabilização ou não das operações compromissadas.

Desse modo, os dados aqui apresentados foram coletados por meio de pesquisa primária nos RAD e na seção “Dívida em grandes números” do sítio eletrônico do TN, considerando a posse dos títulos sem distinção entre mercados primário e secundário. Nos anos compreendidos entre 2007 e 2018, conforme demonstra o gráfico abaixo, os grupos “Instituições Financeiras”, “Fundos” e “Previdência” se destacaram como os maiores detentores da DPMFi no período. Os grupos “Governo”, “Seguradora” e “Outros” detinham menores quantidade de títulos em suas carteiras. No grupo “Não Residentes” verifica-se um crescimento até o ano de 2015 e, na sequência, uma forte queda na posse dos títulos públicos.

Gráfico 9 - BRASIL - Detentores da DPMFi - (2007-2018) - Em %



Fonte: Tesouro Nacional. Relatórios Anuais da Dívida Pública (RAD) (2010-2018) e Dívida em Grandes números. Elaboração própria. Obs.: Não houve publicação de dados para o grupo “Governo” nos anos de 2007 a 2009.

Conforme nota do TN, o grupo denominado “Instituições Financeiras” representa a carteira própria de bancos comerciais e/ou banco de investimentos, sejam nacionais ou estrangeiros, além de corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Também inclui os bancos públicos e o BNDES. As aplicações das instituições financeiras em fundos de investimentos também estão vinculadas ao grupo “Instituições Financeiras”. O grupo “Fundos” inclui os agentes que investem em títulos públicos a partir da modalidade Fundos de Investimento, excetuando-se os realizados pelos demais detentores explicitados, classificados de acordo com seus respectivos grupos. Os grupos “Previdência” e “Seguradoras”, como os próprios nomes permitem inferir, apresentam os investimentos das entidades que atuam nesses segmentos e incluem Previdência Aberta, Fechada e os Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS), seguradoras e resseguradoras.

O grupo “Não Residentes” considera as contas de pessoas físicas ou jurídicas, dos fundos ou de outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior. Estão incluídos neste grupo os títulos detidos por não residentes adquiridos via fundos de investimento. O segmento “Governo” inclui fundos e recursos administrados pela União, tais como FAT, FGTS, Fundos Extramercado, Fundo Soberano (atualmente extinto) e Fundos Garantidores. Em “Outros”, são abrangidas as aplicações em títulos públicos de pessoas físicas e jurídicas não financeiras, à exceção das que foram anteriormente citadas.

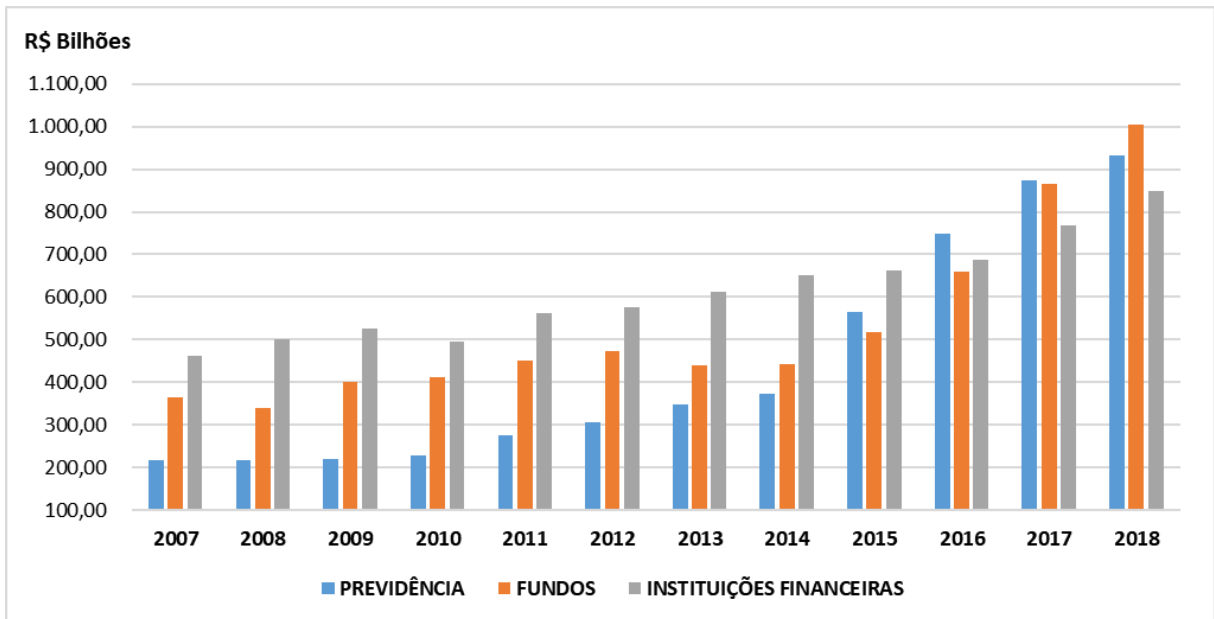
Conforme demonstrado na seção anterior, a partir de 2015 houve o aumento acentuado da DPMFi, com crescimento de 9,7% em relação a 2014. No que tange ao endividamento externo, a DPFe, mesmo com crescimento atenuado ao longo do período investigado, a taxa de variação também foi positiva, com crescimento de 14,9% entre 2014 e 2015. Observamos também que, a partir de 2015, ocorreu o crescimento da participação dos grupos Fundos e Previdência na posse dos títulos públicos. Tal fato pode ser explicado pela Resolução nº 4.444, de 13 de novembro de 2015, do CMN, que introduziu alterações nas regras que disciplinam a aplicação dos recursos dos fundos das Entidades Abertas de Previdência Complementar.

A Resolução estabeleceu limites para as operações de compra de títulos de renda fixa com compromisso de revenda, nas chamadas operações compromissadas, a 25% do patrimônio líquido dos fundos de investimento especialmente constituídos para estas aplicações. Definiu também prazos a serem respeitados pelas carteiras de renda fixa, sendo o prazo médio remanescente de no mínimo de 1.095 dias e prazo médio de repactuação de no mínimo 730 dias, alongando o tempo necessário ao resgate. Conforme aponta o RAD de 2015, os recursos originalmente destinados às operações compromissadas e aos títulos públicos de curtíssimo migrariam, ao longo de 2016, para títulos públicos de longo prazo, possivelmente acumulados pelos grupos Previdência e Fundos nos anos seguintes. Conforme o relatório, a preferência por prazos está alinhada ao perfil dos investidores, ou seja, os grupos Previdência e Fundos optam por ativos de médio e longo prazos, e as Instituições Financeiras, por curto ou curtíssimo prazo.

Considerando os Fundos como a união do capital de diversos investidores sob controle de gestores profissionais, cabe salientar que estes, em grande parte, são gestores pertencentes aos quadros de bancos e instituições financeiras. Assim, mesmo que os Fundos se apresentem de forma distinta no gráfico, podem representar a participação das instituições financeiras de forma indireta. O papel do gestor pode ser desempenhado pelo administrador do fundo ou por meio da contratação de terceiros, pessoas físicas ou jurídicas, que estejam credenciados pela CVM para o exercício da função.

Nesse sentido, as dúvidas suscitadas acerca das definições do TN quanto à real participação das instituições financeiras fortaleceram nosso propósito de investigar a participação destes agentes na DPMFi. O gráfico abaixo contém a participação dos principais grupos de detentores dos títulos, sendo Fundos, Previdência e Instituições Financeiras, entre 2007 e 2018, considerando o volume dos investimentos conforme materiais consultados.

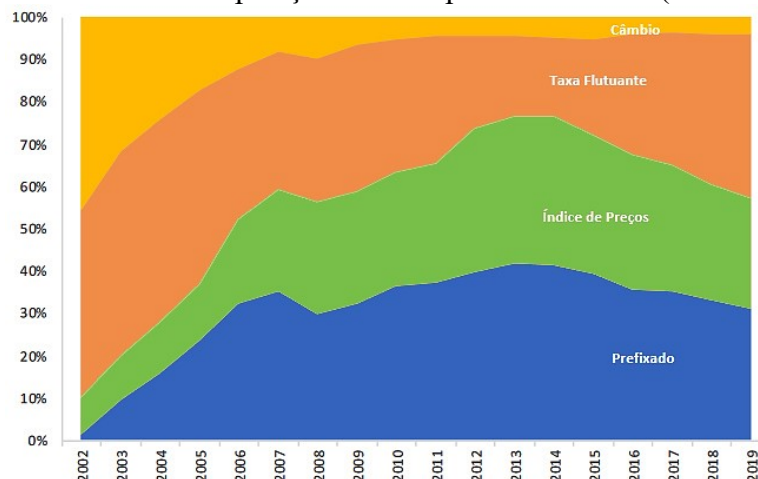
Gráfico 10 - BRASIL - Principais detentores da DPMFi (2007-2018) - Em R\$ Bilhões



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração própria. Obs.: Valores nominais.

Os valores investidos pelo grupo Instituições Financeiras apresentaram moderada subida no período, enquanto que os grupos Fundos e Previdência exibiram acentuada elevação, especialmente a partir de 2015. Para compreendermos o perfil de investimento de cada grupo, investigamos a composição das carteiras a partir da preferência da indexação dos títulos. Antes, no entanto, exibimos um gráfico contendo uma visão ampla do estoque da DPF a partir dos indexadores utilizados, sendo os prefixados, os pós-fixados corrigidos pelo Índice de Preços, os pós-fixados corrigidos pela Taxa Selic, e os cambiais. Nele, verificamos o crescimento da preferência por títulos indexados à Taxa Flutuante a partir de 2014, isto é, dos pós-fixados corrigidos pela Taxa Selic, e queda, no mesmo período, dos títulos prefixados.

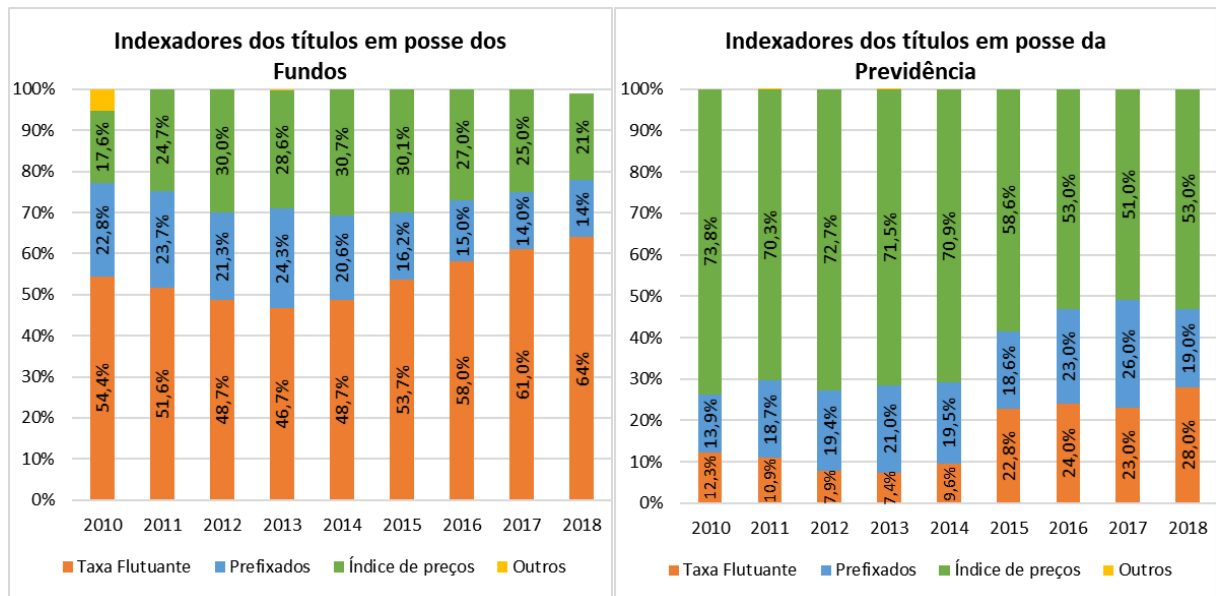
Gráfico 11 - BRASIL - Composição da DPF por indexadores (2002-2019) - Em%



Fonte: Tesouro Nacional. Relatório Anual da Dívida Pública Federal, 2019.

Considerando a evolução da composição da DPF a partir dos indexadores, analisamos o perfil de investimento de cada grupo, considerando também os indexadores. Observamos que, a partir de 2015, mais da metade da carteira do grupo Fundos foi composta por títulos indexados à Taxa Flutuante, isto é, corrigidos pela Taxa Selic. Já no grupo Previdência, entre 2010 a 2018 houve a predominância de títulos pós-fixados, corrigidos pelo Índice de Preços.

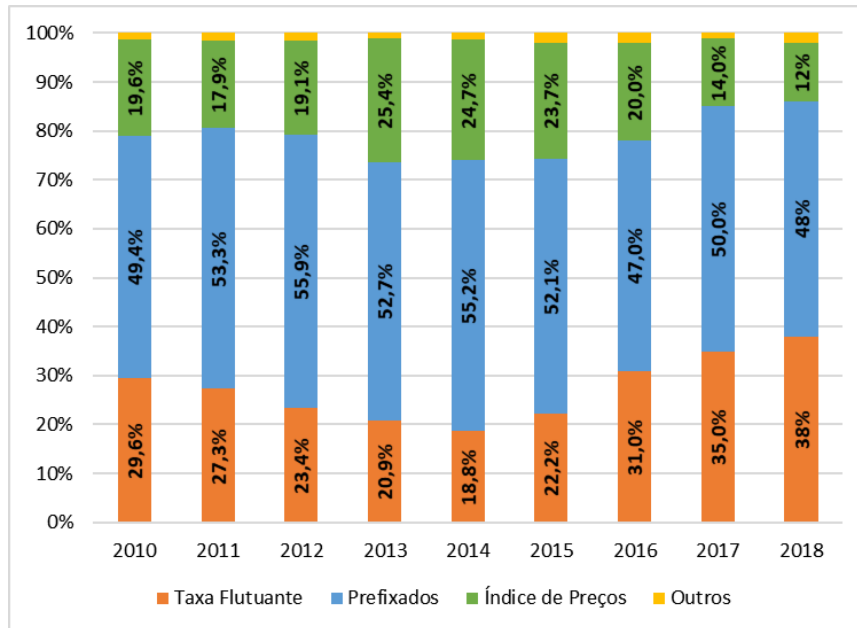
Gráfico 12 - BRASIL - Composição da DPF - Fundos e Previdência e preferência por indexadores (2010-2018) - Em%



Fonte: Relatórios Anuais da Dívida (2010 a 2018), Tesouro Nacional. Elaboração própria. Obs.: 1) Nos Relatórios do TN são mencionados apenas os percentuais da composição das carteiras de cada grupo, não os valores. 2) Não foram localizados dados anteriores ao ano de 2010 que indicassem a composição das carteiras de cada grupo.

Para auxiliar na compreensão da preferência do grupo Instituições Financeiras por determinados indexadores, também em posição de destaque como um dos principais detentores de títulos públicos brasileiros, apresentamos o gráfico a seguir. Antes, porém, é importante mencionar que nos RAD publicados pelo TN anteriores a 2012 o grupo Instituições Financeiras era denominado como “Banco”. O termo “banco” se refere a um tipo de instituição financeira que possui, entre outros, uma rede de agências físicas para atendimento direto ao cliente e por oferecer serviços de conta corrente e de investimentos, como os Certificados de Depósito Bancário, por exemplo. Com a nova denominação, os RAD consideram os bancos de investimentos, os bancos comerciais, os bancos múltiplos, as financeiras, as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, entre outros.

Gráfico 13 - BRASIL - Composição da DPF - Instituições Financeiras e preferência por indexadores (2010-2018) - Em %



Fonte: Relatórios Anuais da Dívida (2010 a 2018), Tesouro Nacional. Elaboração própria.

A preferência do grupo Instituições Financeiras é, em sua maior parte, pelos títulos prefixados, chegando a atingir mais da metade da carteira entre 2011 e 2015. Em menor medida estão os títulos indexados à Taxa Flutuante e ao Índice de Preços. Entendendo que a indexação está relacionada à remuneração e ao prazo de vencimento do título, caracterizando os ativos que são colocados no mercado, o quadro abaixo relaciona o tipo, o rendimento acordado e/ou previsto e o momento em que a remuneração será processada.

Quadro 2 – TN - Títulos públicos, rendimento e remuneração

Título	Rendimento	Remuneração do título
Prefixados		
Tesouro Prefixado 20XX (LTN)	Taxa Contratada	Somente no vencimento
Tesouro Prefixado com Juros Semestrais 20XX (NTN-F)	Taxa Contratada	Semestral e no vencimento
Pós-fixados indexados à Inflação		
Tesouro IPCA ⁺ 20XX (NTN-B Principal)	IPCA + Taxa Contratada	Somente no vencimento
Tesouro IPCA ⁺ com Juros Semestrais 20XX (NTN-B)	IPCA + Taxa Contratada	Semestral e no vencimento
Pós-fixados indexados à Taxa Selic		
Tesouro Selic 20XX (LFT)	Selic + Taxa Contratada	Somente no vencimento

Fonte: Tesouro Nacional (2020).

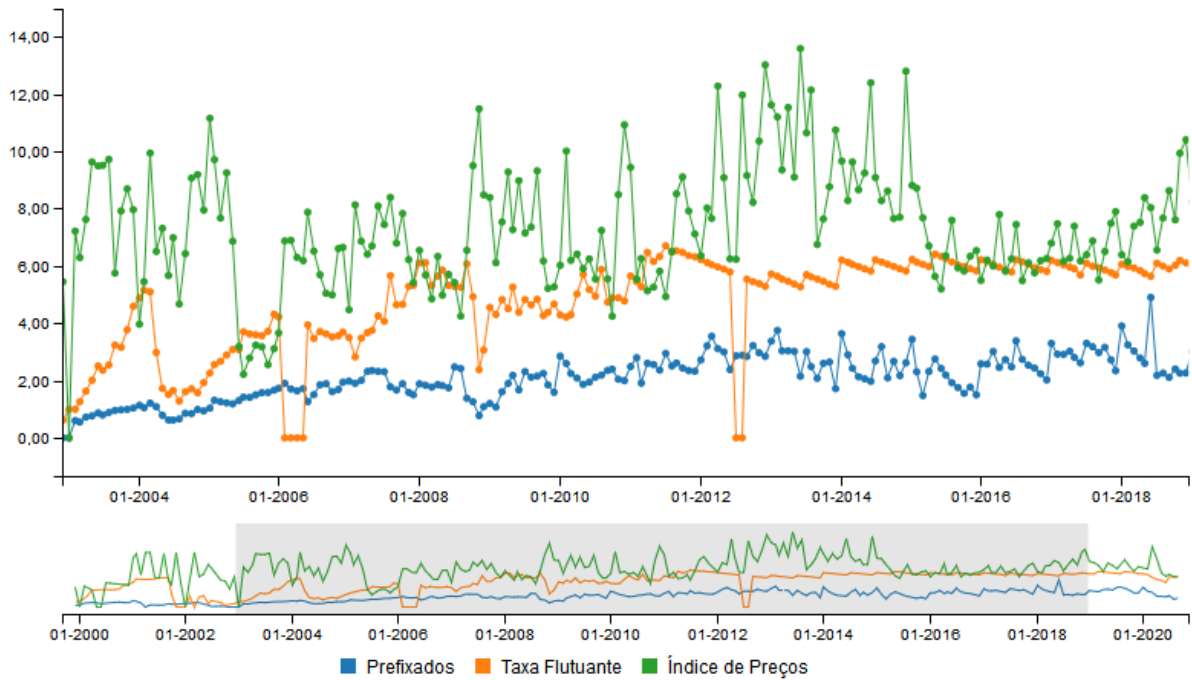
Os títulos prefixados LTN e NTN-F possuem rentabilidade definida no momento da compra, chamada de Taxa Contratada. A LTN, com prazo curto para vencimento, possui fluxo de pagamento simples, ou seja, o investidor faz a aplicação e recebe o valor de face, isto é, o montante sobre o qual os juros são calculados, na data de vencimento do título, acrescido da remuneração contratada. Na NTN-F, normalmente com prazo um pouco mais longo para o vencimento, o rendimento é recebido pelo detentor ao longo do período do investimento, por meio de cupons semestrais de juros, bem como na data de vencimento do título, quando acontece o resgate do valor de face e o pagamento do último cupom semestral.

Os títulos pós-fixados indexados à inflação, como o Notas do Tesouro Nacional série B - Principal (NTN-B Principal), o Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B) possuem correção do IPCA e são acrescidos de uma Taxa Contratada ofertada no momento da aquisição. A NTN-B Principal permite ao investidor obter rentabilidade em termos reais, mantendo seu poder de compra ao se proteger das flutuações da inflação durante o investimento. Possuem prazo longo e fluxo de pagamento simples, ou seja, o investidor faz a aplicação e resgata o valor de face na data do vencimento do título, acrescido da correção do IPCA e da Taxa Contratada. O NTN-B possui o maior prazo para aplicação e seu rendimento é recebido pelo investidor ao longo do período por meio de cupons semestrais de juros e na data do vencimento, quando acontece o resgate do valor de face e o pagamento do último cupom.

A LFT, por sua vez, trata-se de um título pós-fixado corrigido pela Taxa Selic, chamado de Taxa Flutuante, acrescido da Taxa Contratada. O valor de mercado da LFT apresenta baixa volatilidade, evitando perdas nos casos de venda ou resgate antecipados, pois é corrigido diariamente pela Taxa Selic. Possui fluxo de pagamento simples, onde o investidor recebe o valor de face no vencimento, corrigido pela Taxa Selic e acrescido da Taxa Contratada.

No quadro acima, os títulos prefixados, como as LTN e as NTN-F, acompanham a indicação do ano de maturidade do ativo, sendo 20XX. Já nos NTN-B e NTN-B Principal, pós-fixados e com investimento corrigido pelo IPCA, além do ano de maturação, trazem o sinal +, indicando a existência de Taxa Contratada. O mesmo ocorre com as LFT, pós-fixados e com investimento corrigido pela Taxa Selic, acrescidos de Taxa Contratada. Como apontado, a partir de 2014 houve crescimento dos títulos corrigidos pela Taxa Flutuante, ou seja, pela Taxa Selic + Taxa Contratada, na composição da DPF. Ainda que no mesmo período tenha ocorrido a queda da Taxa Selic, como demonstraremos mais adiante, podemos inferir que a atratividade destes papéis aumentou na medida em que houve a manutenção do curto prazo de maturidade, isto é, do vencimento. O gráfico a seguir demonstra as modificações no prazo médio de vencimento das emissões por indexador utilizado.

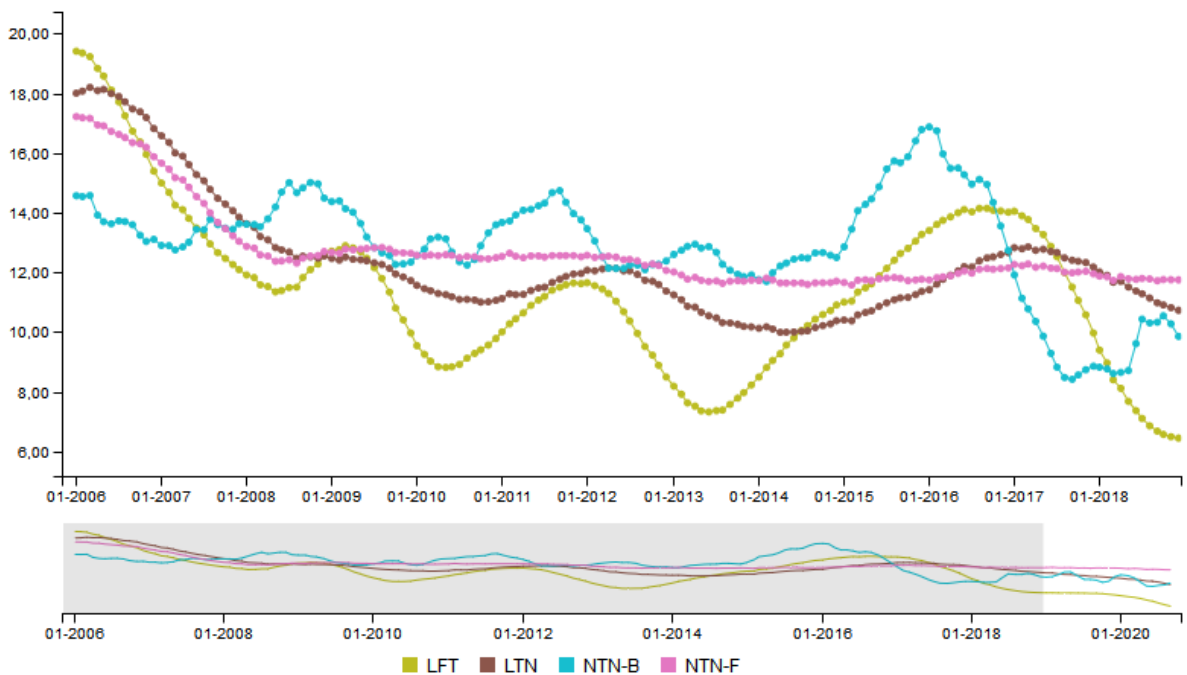
Gráfico 14 - TN - Indexadores - Prazo médio das emissões (2004-2018) - Em anos



Fonte: Tesouro Nacional. Séries Temporais do Tesouro Nacional (18.03.02.01.02).

Assim, no intuito de investigar a evolução das Taxas Contratadas, apresentamos o gráfico a seguir com o custo médio acumulado por 12 meses dos títulos públicos ao governo ente 2006 e 2018, indicando o rendimento total, ou seja, o índice de correção, nos casos aplicáveis, somado à Taxa Contratada para cada tipo de título comentado.

Gráfico 15 - TN - Títulos Públicos/Custo médio acumulado por 12 meses (2016-2018) - Em%

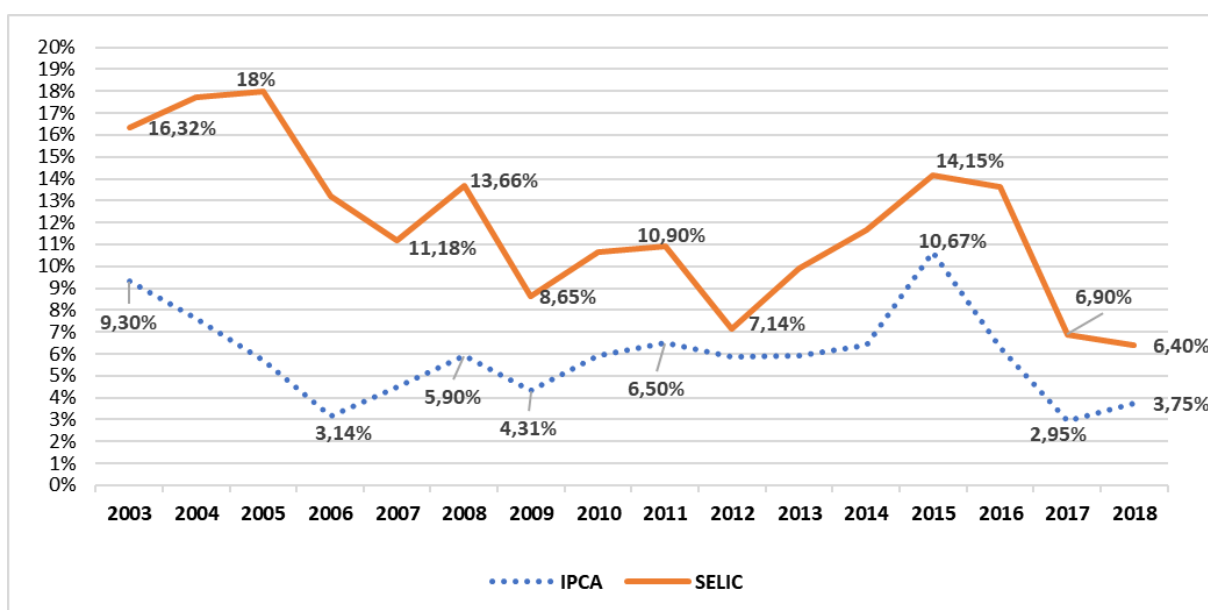


Fonte: Tesouro Nacional. Séries Temporais do Tesouro Nacional (18.04.02.01.02).

Ao final de 2018, observamos que os títulos prefixados NTN-F e LTN apresentaram melhor rendimento anual e menores prazos para o vencimento. Como apontamos, o grupo Instituições Financeiras possui grande parte de sua carteira composta por títulos prefixados, de curto prazo e com boa remuneração, em função da Taxa Contratada na operação. Verificamos também que houve um pequeno crescimento da preferência por títulos indexados à Taxa Flutuante, também com curto prazo de vencimento, por todos os grupos analisados entre os anos de 2014 e 2018.

Considerando a correção dos títulos pós-fixados a partir da Taxa Selic e do IPCA no período de 2003 a 2018, elaboramos o gráfico abaixo a fim de facilitar a visualização das suas variações e oscilações. De modo geral, o IPCA é um índice criado para medir a variação de preços do mercado para o consumidor final, representando o índice oficial da inflação no Brasil. É medido mensalmente pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), por meio de indicadores relacionados ao custo das famílias brasileiras. Já a Taxa Selic, representando uma média ponderada por volume das taxas de juros das operações compromissadas de um dia realizadas com os títulos custodiados no SELIC, é definida pelo Copom, dentro das metas estipuladas pelo CMN. A definição da Taxa Selic tem como princípio o equilíbrio do mercado financeiro brasileiro, em resposta à política monetária vigente, como discutiremos no sexto capítulo. As variações positivas e negativa da Taxa Selic e do IPCA também influenciam na escolha do título pelo investidor e na demanda por melhores Taxas Contratadas.

Gráfico 16 - BRASIL - Evolução da SELIC e IPCA - (2003-2018) - Em %



Fonte: TN e IBGE. Elaboração própria.

Obs.: Os índices considerados no gráfico foram calculados no mês de dezembro de cada ano representado.

Verificamos que, na medida em que houve queda da Taxa Selic a partir de 2015, bem como do IPCA, houve o crescimento da preferência do grupo Instituições Financeiras por títulos pós-fixados, corrigidos pela Taxa Selic e pelo IPCA. Ainda que os títulos pós-fixados permitam algum grau de proteção frente às oscilações do mercado, num contexto de queda da Taxa Selic e do IPCA a tendência seria o aumento da preferência por outros indexadores.

No entanto, considerando que a emissão de títulos públicos possui finalidades específicas, como o financiamento do déficit orçamentário e o refinanciamento da dívida pública, que a Taxa Selic é utilizada como instrumento para o controle de liquidez na economia, e que as instituições financeiras devem mobilizar uma determinada quantidade de ativos nos mercados primário e secundário para manterem o credenciamento no grupo de *dealers*, o governo controla a emissão de determinados papéis, podendo influenciar as carteiras de investimento, como o fez com as medidas tomadas no mercado crédito entre 2008 e 2009, em resposta às implicações ao Brasil da crise do sistema financeiro internacional, como veremos no próximo capítulo. A contrapartida para estes investidores estaria no estabelecimento de menores prazos de maturação e da oferta de Taxas Contratadas mais atrativas. Ainda que não tenha sido possível localizar dados individualizados sobre as Taxas Contratadas para cada título em função da diversidade dos anos de emissão e das datas estipuladas para o resgate, é o que podemos inferir observando a queda da Taxa Selic entre 2015 e 2016, momento em que ocorreu o aumento do estoque de títulos LFT, bem como aumento da composição de títulos com este indexador na carteira de investimentos do grupo Instituições Financeiras, mesmo com o início de uma progressiva retirada dos ativos corrigidos pela Taxa Selic do mercado.

Assim, com base nos dados apresentados referentes aos detentores dos títulos da dívida pública, abrangendo os mercados primário e secundário, a preferência por indexadores, tipos e prazos, investigamos e identificamos as principais instituições financeiras credenciadas para operar no Demab e na Codip na compra de títulos públicos; os *dealers* do mercado aberto.

2.2. DEALERS CREDORES DA DPMFi (2003 a 2018)

2.2.1. O que são e como operam os *dealers*?

Segundo o Bacen, órgão responsável por administrar o SELIC na operacionalização dos leilões competitivos de venda e recompra dos títulos públicos, *dealers* são instituições financeiras credenciadas que possuem como finalidade a promoção do desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos. Dentre as principais atribuições dos *dealers*, podemos destacar: 1) transmitir os efeitos das ações da autoridade monetária para os demais

participantes do mercado; 2) manter o Bacen informado sobre as ocorrências no mercado financeiro; e 3) agir como formador de mercado (*Market Maker*) para os títulos públicos federais, atuando nas ofertas primárias dos ativos e no mercado secundário de títulos.

Dentre os *dealers* existentes, há os atuantes no mercado aberto e os chamados *dealers* de câmbio. Podendo ser composto pelas mesmas instituições financeiras que atuam no mercado aberto, os *dealers* de câmbio funcionam como instrumento do Bacen para a compra e a venda de moeda estrangeira no país, orientando possíveis flutuações cambiais e protegendo a moeda nacional, de acordo com a política cambial vigente. Mesmo considerando a importância dos *dealers* de câmbio e as implicações das variações da moeda na dívida interna, o estudo se orientou pela investigação e análise da atuação dos *dealers* de mercado aberto.

Segundo Almeida (2014, p. 83), uma instituição financeira credenciada como *dealer* do mercado aberto pode, além de obter lucro nos mercados primário e secundário, a depender da estratégia adotada, se beneficiar de marketing positivo, ou seja, fortalecer sua imagem e credibilidade perante seus clientes, atraindo investidores e correntistas a partir da disposição de uma carteira de investimentos variada. Os *dealers* podem se beneficiar também das ofertas de títulos restritas às instituições credenciadas para operar com o Demab e com a Codip.

O credenciamento de uma instituição como *dealer* favorece, especialmente, a participação nos leilões de segunda volta. Tal operação consiste na venda de títulos públicos pela média ponderada dos preços das propostas aceitas nos leilões competitivos de ampla participação, ou seja, nos leilões realizados inicialmente e de participação não exclusiva dos *dealers*. Quando há a venda de pelo menos 50% do lote ofertado no leilão competitivo, os *dealers* credenciados podem adquirir uma quantidade de títulos de forma não competitiva e exclusiva, aumentando a composição de suas carteiras. Segundo o TN, o volume máximo a ser ofertado nos leilões de segunda volta é de 5% do volume ofertado no leilão competitivo para os títulos do tipo LFT, e de 20% para os do tipo LTN, NTN-F e NTN-B. O preço aplicado nessas vendas é a média ponderada dos preços das propostas aceitas no leilão competitivo²³. Os leilões de segunda volta de LFT e de NTN-B ocorrem no mesmo dia. Já para os títulos prefixados, as ofertas não competitivas ocorrem no dia útil seguinte ao do leilão²⁴.

²³ O TN publica os resultados dos leilões competitivos e de segunda volta, sem mencionar as instituições, corretoras, distribuidoras credenciadas ou não como *dealers*, mas apenas o volume, os valores e as taxas. <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/divida-publica-federal/mercado-interno/resultados-dos-leiloes>

²⁴ Importante mencionar que as Decisões-Conjuntas e Atos Normativos Conjuntos entre Bacen e TN, bem como demais instrumentos regulatórios e normativos emitidos por ambos os órgãos, podem conter variações nas proporções mencionadas, alterar as formas e os métodos de participação nos leilões competitivos e não competitivos, bem como modificar os critérios utilizados para avaliação da atuação dos *dealers*. Ainda que tenha sido relevante para o exercício de contextualização, neste estudo não nos centramos na investigação das

De acordo com o TN, a participação nas ofertas não competitivas compõe a estrutura de benefícios e obrigações do sistema de *dealers*. Cada instituição credenciada pode adquirir um percentual do volume ofertado, definido de acordo com a avaliação da sua atuação. Como os *dealers* são avaliados semestralmente, para efeitos de manutenção do credenciamento, e mensalmente, para efeitos de apuração de seu desempenho e definição dos limites para compras nos leilões não competitivos, o Bacen e o TN conseguem interferir na carteira de investimentos das instituições financeiras *dealers*, estabelecendo regras e obrigações para o grupo, sem deixar de atender suas demandas pela emissão de determinados títulos.

O grupo dos *dealers* é composto por instituições financeiras nacionais e estrangeiras, públicas e privadas, e corretoras e/ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários independentes. Dentre as instituições de um mesmo conglomerado financeiro, ou seja, de um grupo de empresas e financeiras, apenas a de melhor desempenho no mercado secundário, considerando o volume de negócios e a qualidade na prestação de informações, pode atuar como *dealer* no Demab e na Codip. Há também a exigência de um patrimônio mínimo, variando conforme normativa publicada. A Decisão Conjunta nº 14, de 20 de março de 2003, por exemplo, estabelecia “patrimônio de referência de, pelo menos, 50% do valor mínimo fixado para instituições financeiras com carteira comercial”. Já a Circular nº 3.746, de 27 de janeiro de 2015, vigente ao final do período investigado, exigia aos *dealers* do Demab o “patrimônio de referência de, pelo menos, R\$ 26.250.000,00”. O mesmo valor foi mencionado na Portaria STN nº 29, de 17 de janeiro de 2017 para o *dealers* que operavam na Codip.

O número de instituições financeiras, corretoras e distribuidoras independentes credenciadas para atuar no grupo de *dealers* do Demab e da Codip pode variar de acordo com as decisões e atos conjuntos entre o Bacen e o TN e demais instrumentos normativos e regulatórios emitidos por ambos os órgãos. Ao final do período pesquisado, estabelecia-se a participação de no máximo de dez instituições financeiras e duas corretoras ou distribuidoras por semestre no Demab, e nove instituições financeiras e três corretoras ou distribuidoras por semestre na Codip, período no qual o Bacen e a STN avaliam o credenciamento.

Para efeitos de avaliação, somente são utilizadas as operações realizadas em condições competitivas, excluídas as que apresentarem indícios de artificialidade, as contratadas com outras instituições do mesmo conglomerado financeiro e as contratadas com fundos de investimento e congêneres administrados pela própria instituição ou por qualquer outra integrante do mesmo conglomerado. Essas regras encontram-se em diversos documentos,

modificações ocorridas ao longo do período, mas na identificação das principais instituições financeiras atuantes no mercado de títulos públicos brasileiros entre 2003 e 2018.

como, por exemplo, na Portaria STN nº 29, de 17 de janeiro de 2017, na Circular do Bacen nº 3.746, de 27 de janeiro de 2015, e na Decisão-Conjunta nº 14, de 20 de março de 2003.

As mudanças nas regras ocorridas ao longo dos anos, especialmente entre 2003 e 2018, também incidiram nos pesos e critérios utilizados para a avaliação dos *dealers*. Dentre as alterações ressaltadas por Almeida (2014, p. 84), destacamos: 1) o estabelecimento de perfis distintos de instituições credenciadas; 2) a definição do número de credenciamentos; 3) o estabelecimento de instrumentos utilizados na aferição do desempenho das instituições; 4) a definição do valor (peso) atribuído às operações realizadas no mercado; 5) o estabelecimento das metas a serem cumpridas para a obtenção do direito de participar nas operações especiais da STN; e 6) a aplicação de inovações no sistema de negociação.

Entendendo que o foco desta investigação não se concentra no estudo dos critérios utilizados nos processos de avaliação dos *dealers*, bem como nas diversas modificações ocorridas, mas na identificação das principais instituições financeiras *dealers* atuantes no mercado de títulos públicos no período de 2003 a 2018 e na análise da atuação deste grupo como credores da DPMFi, optamos por realizar uma pesquisa primária nas bases de dados do Bacen e do STN, com vistas a identificar os principais *dealers* atuantes no mercado de títulos, considerando cada governo que compôs o período investigado.

2.2.2. Principais *dealers* atuantes no Demab e na Codip

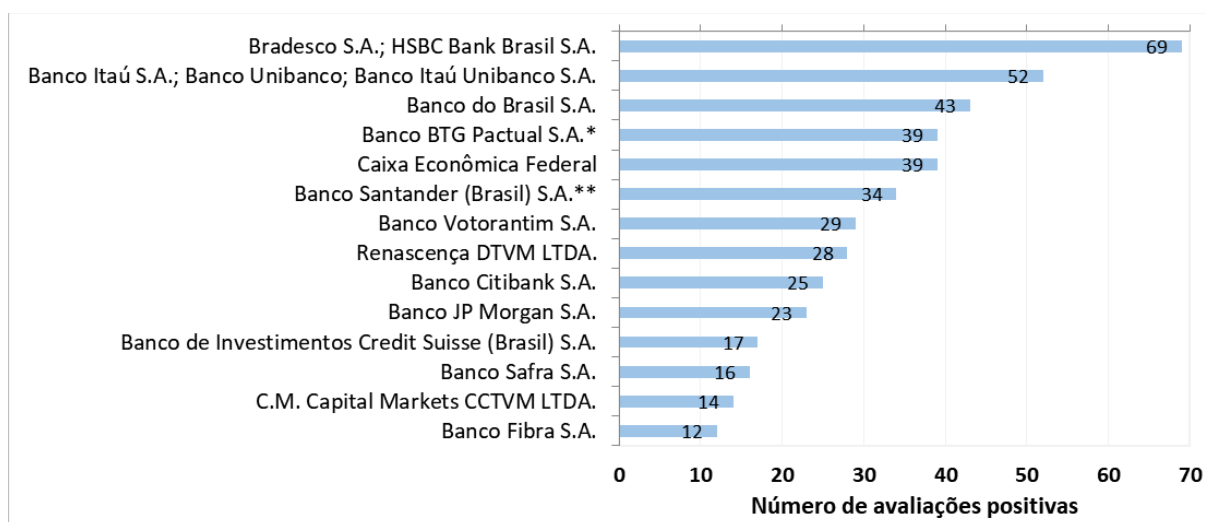
O período investigado, ou seja, de 2003 a 2018, é composto por 32 semestres. Nele, foram realizadas 47 avaliações semestrais pelo Bacen, incluindo o segundo semestre de 2002, e sete avaliações semestrais pela STN, totalizando 54 avaliações. A não equivalência do número de semestres com o número de avaliações do Bacen e da STN advém das distintas divisões e organizações aos quais o grupo de *dealers* foi submetido ao longo dos 16 anos analisados.

De 15 de agosto de 2003 a 31 de julho de 2010, durante os dois governos Lula, os *dealers* encontravam-se organizados em primários e especialistas. O primeiro grupo direcionava-se ao desenvolvimento do mercado primário, com atuação direta nos leilões. O segundo grupo destinava-se a operar no mercado secundário de títulos públicos, promovendo liquidez por meio da venda e recompra. Ao longo desses 14 semestres foram realizadas 28 avaliações pelo Bacen, sendo 14 referentes aos *dealers* primários e 14 aos *dealers* especialistas.

De 08 de outubro de 2002 a 31 de julho de 2003 e de 10 de agosto de 2010 a 31 de janeiro de 2019, incluindo os governos Dilma e Temer, os *dealers* do Demab foram organizados em um único grupo. Nesses 18 semestres, foram submetidos a 19 avaliações pelo Bacen. Assim, o número total de avaliações foi de 47, quando considerados apenas os *dealers* do Demab.

Com base nos dados publicados no sítio eletrônico do Bacen sobre as avaliações semestrais, o gráfico abaixo foi elaborado a fim de facilitar a visualização das instituições financeiras, corretoras e distribuidoras independentes que atuaram por maior tempo no Demab. Para a exposição, as instituições financeiras, corretoras e/ou distribuidoras com menos de dez avaliações positivas foram excluídas, dada a baixa representatividade de suas atuações. Instituições que no período sofreram fusões e/ou incorporações foram unificadas no gráfico, somando-se suas avaliações positivas, como nos casos da aquisição do HSBC Bank Brasil pelo Banco Bradesco em 2015; do Banco Itaú Unibanco, fruto da fusão dos bancos Itaú e Unibanco em 2008; das modificações do Banco BTG Pactual, considerando a venda do Pactual para o banco suíço UBS em 2006, e a posterior aquisição do UBS Pactual pela BTG Investments em 2009; e do Banco Santander (Brasil), considerando os bancos Santander Banespa e o Santander.

Gráfico 17 - *Dealers - Dealers* do Demab - Avaliações positivas (08/10/2002 a 31/1/2019)



Fonte: Bacen. Elaboração Própria. Obs.: O gráfico acima não discrimina *dealers* primários e *dealers* especialistas.

* Incluindo o Banco Pactual S.A., o Banco UBS Pactual S.A. e o Banco BTG Pactual S.A.

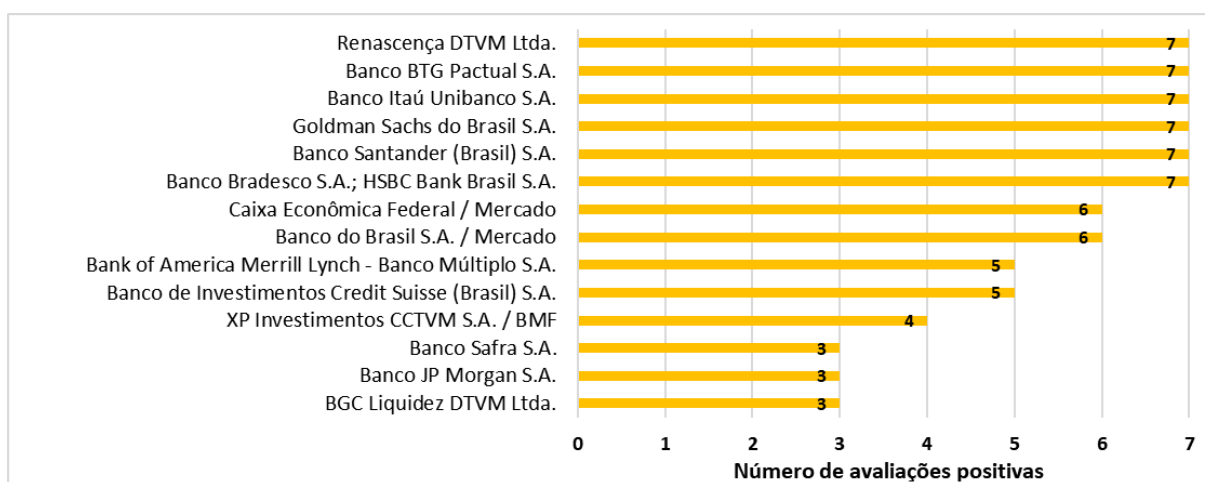
** Incluindo o Banco Santander (Brasil) S.A., o Banco Santander Banespa S.A. e o Banco Santander S.A.

A instituição financeira com maior número de avaliações positivas recebidas pelo Bacen em função da atuação no Demab foi o Banco Bradesco, sendo 44 para si e outras 25 para o HSBC Bank Brasil, totalizando 69 credenciamentos. O Banco Itaú Unibanco obteve 19 avaliações positivas e, considerando as 21 recebidas pelo Banco Itaú e as 12 recebidas pelo Unibanco, totalizou 52 avaliações no período. Na sequência, verifica-se o Banco do Brasil com 43 avaliações. O Banco BTG Pactual teve 19, o Banco Pactual, 11 e o Banco UBS Pactual, nove, somando juntos 39 avaliações positivas, mesma quantidade da Caixa Econômica Federal.

A partir de 10 de agosto de 2015, o sistema de *dealers* passou por uma nova divisão, mantendo-se o grupo unificado de *dealers* no Demab, do Bacen, e criando-se o grupo de *dealers* na Codip, do TN. Os critérios destinados ao credenciamento e ao descredenciamento passaram a ser estabelecidos de modo independente, bem como as obrigações e os deveres dos *dealers*, salvo decisões conjuntas. Na nova organização, os *dealers* da Codip passaram a direcionar os incentivos ao fomento dos mercados primário e secundário de títulos públicos, especialmente em plataformas eletrônicas de negociação, ao invés do tradicional mercado de balcão onde as negociações podem ocorrer de modo pouco transparente, especialmente dos preços praticados.

No período compreendido entre 10 de agosto de 2015 e 31 de janeiro de 2019 foram realizadas sete avaliações pelo TN, referentes à atuação dos *dealers* na Codip. O gráfico abaixo demonstra as instituições financeiras que atuaram como *dealer* da Codip por maior tempo. As instituições financeiras, corretoras e distribuidoras que obtiveram abaixo de três avaliações positivas, devido à baixa interação na Codip não foram inseridas no gráfico.

Gráfico 18 - *Dealers* - *Dealers* da Codip - Avaliações positivas (10/08/2015 a 31/01/2019)

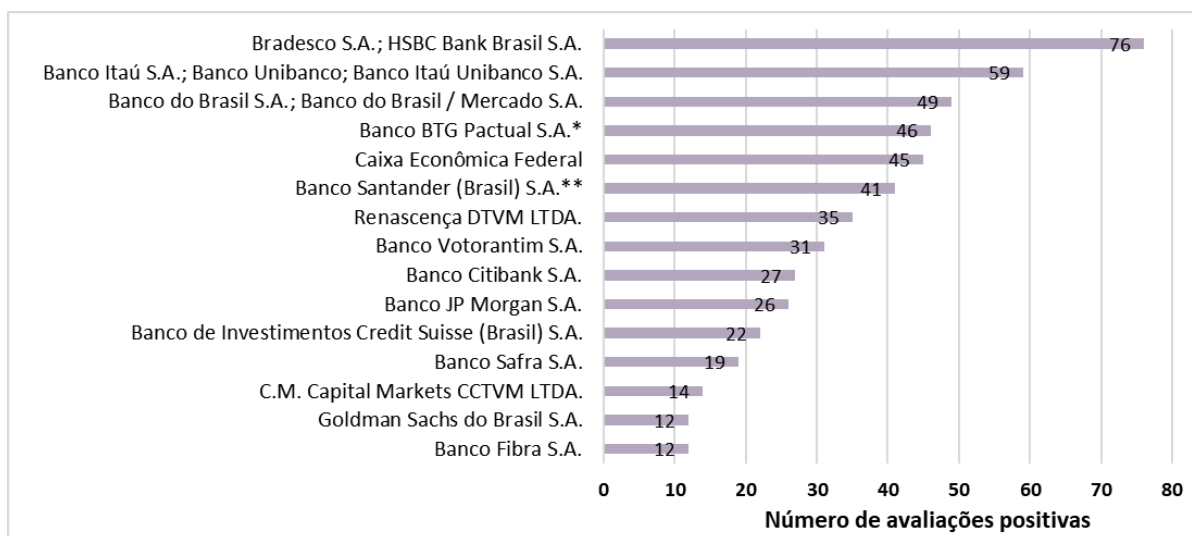


Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração Própria.

Como verificado no Demab, observamos a expressiva participação do Banco Bradesco na Codip, com sete avaliações positivas, bem como da Renascença DTVM, dos bancos BTG Pactual, Itaú Unibanco, Goldman Sachs do Brasil, e Santander (Brasil), indicando que tais instituições financeiras e distribuidora participaram de todos os leilões. Já a Caixa Econômica Federal/Mercado e o Banco do Brasil/Mercado receberam seis avaliações positivas cada. O Bank of America Merrill Lynch e o Banco de Investimento Credit Suisse (Brasil) ficaram com cinco avaliações cada e a XP Investimentos obteve apenas quatro.

De modo a possibilitar a visualização dos *dealers* que permaneceram por mais tempo atuando no Demab e na Codip no período reservado a esta investigação, inserimos abaixo um gráfico contendo a soma das avaliações do Bacen e da STN para os *dealers*, incluindo os primários, os especialistas e os unificados do Demab, além dos *dealers* da Codip.

Gráfico 19 - *Dealers* - *Dealers* do Demab e da Codip - Avaliações positivas (08/10/2002 a 31/01/2019)



Fonte: Bacen e Tesouro Nacional. Elaboração Própria.

* Incluindo o Banco Pactual S.A., o Banco UBS Pactual S.A. e o Banco BTG Pactual S.A.

** Incluindo o Banco Santander Brasil S.A., o Banco Santander Banespa S.A. e o Banco Santander S.A.

Segundo o gráfico, os dez *dealers* com maior tempo de atuação na compra de títulos públicos foram os bancos Bradesco, considerando a aquisição do HSBC Bank Brasil, somando 76 avaliações positivas; o Itaú Unibanco, considerando a fusão dos bancos Itaú e Unibanco, com 59; o Banco do Brasil e o Banco do Brasil/Mercado, com 49; o BTG Pactual, considerando o UBS Pactual e o Pactual, somando com 46; a Caixa Econômica Federal, com 45; o Santander (Brasil), incluindo o Santander Banespa e o Santander, com 41; o Votorantim, com 31; o Citibank, com 27; e o JP Morgan, com 26. A Renascença DTVM obteve 35 avaliações positivas.

Ainda que as corretoras e distribuidoras *dealers* não sejam o foco desta investigação, consideramos importante mencionar a participação da Renascença DTVM, dado o volume e frequência de sua atuação. Criada em 1976, a Renascença ingressou no mercado financeiro e de capitais direcionando, inicialmente, suas atividades para as operações de Renda Fixa e de Open Market. Em 1998 passou prestar serviços como *feeder*, oferecendo dados sobre compra, venda e de negócios realizados a partir dos títulos públicos. Conforme a tabela inserida ao final deste capítulo, tal distribuidora se destacou como *dealer* especialista, ou seja, como Market Makers, dando liquidez aos títulos no mercado secundário. A manutenção da Renascença como *dealer*

no período estudado, em conjunto com as principais instituições financeiras identificadas, consolida a existência de uma alta concentração na atividade que envolve as operações com títulos públicos num pequeno grupo que preenche os critérios do Bacen e do TN, ainda que os leilões iniciais sejam realizados na modalidade competitiva, com ampla participação.

De modo geral, os bancos Bradesco, Itaú Unibanco, BTG Pactual e Santander (Brasil) foram identificados como os *dealers* que atuaram por maior tempo no Demab e na Codip no período. O Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, ficando em terceiro e quinto lugar, respectivamente, representaram a participação dos bancos públicos no mercado de títulos. No intento de detalhar a carteira de cada *dealer*, considerando o volume de títulos adquiridos no Demab, o Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto negou nossa solicitação com a seguinte mensagem: “Informação sigilosa de acordo com legislação específica”.

Feitas tais observações, passamos a investigar os principais *dealers* a partir dos diferentes governos entre 2003 e 2018. Esses dados serão utilizados nos próximos capítulos, dando sequência aos objetivos traçados para o desenvolvimento do estudo proposto.

2.3. ATUAÇÃO DOS *DEALERS* EM CADA GOVERNO (2003 a 2018)

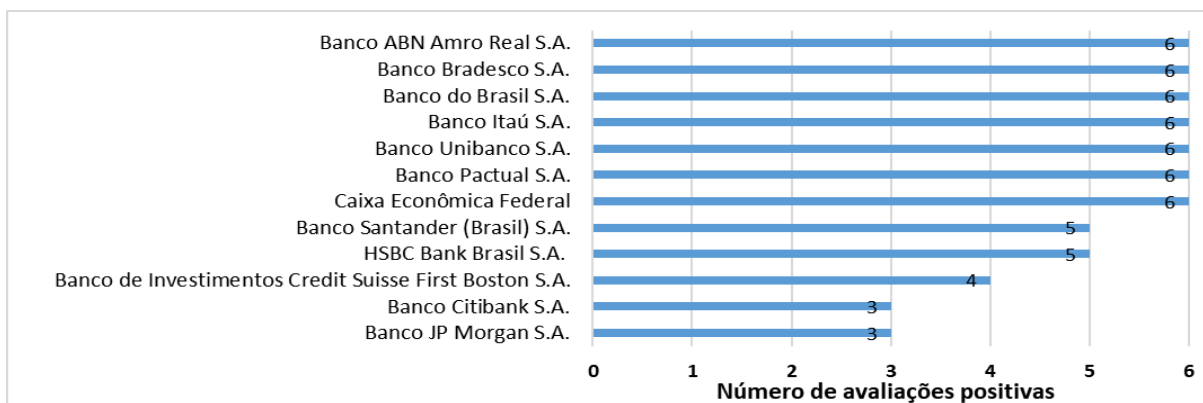
2.3.1. Governo Lula 1 (2003 a 2006)

Antes e no início do primeiro governo Lula, 08 de outubro de 2002 a 31 de julho de 2003, os *dealers* encontravam-se unificados em apenas um grupo de atuação no Demab. Neste período foram realizadas duas avaliações pelo Bacen. Já de 15 de agosto de 2003 a 31 de janeiro de 2007, os *dealers* foram divididos em primários e especialistas e receberam 14 avaliações, sete para cada grupo. No entanto, para o semestre referente ao período entre 15 de agosto de 2003 e 31 de janeiro de 2004 não foram encontradas no sítio eletrônico do Bacen informações sobre as avaliações realizadas. Em resposta à solicitação realizada ao órgão, recebemos a informação de que os dados foram disponibilizados com equívocos e que, por este motivo, foram retirados até a devida correção. Até o final deste estudo, os dados não haviam sido corrigidos e disponibilizados no respectivo sítio eletrônico. Desse modo, apresentamos os dados das seis avaliações para o grupo de *dealers* primários, das seis avaliações para o grupo de *dealers* especialistas e das duas avaliações para o grupo unificado.

Para organizarmos a exposição, elaboramos o gráfico abaixo contendo dados referentes aos principais *dealers* primários. Na sequência, expomos um gráfico contendo os principais *dealers* especialistas e, por último, um gráfico contendo todas as avaliações positivas recebidas pelos principais *dealers* identificados, considerando primários, especialistas e

unificados. Desse modo, foi possível verificar as instituições financeiras que atuaram por maior tempo como *dealer* no Demab durante o primeiro governo Lula.

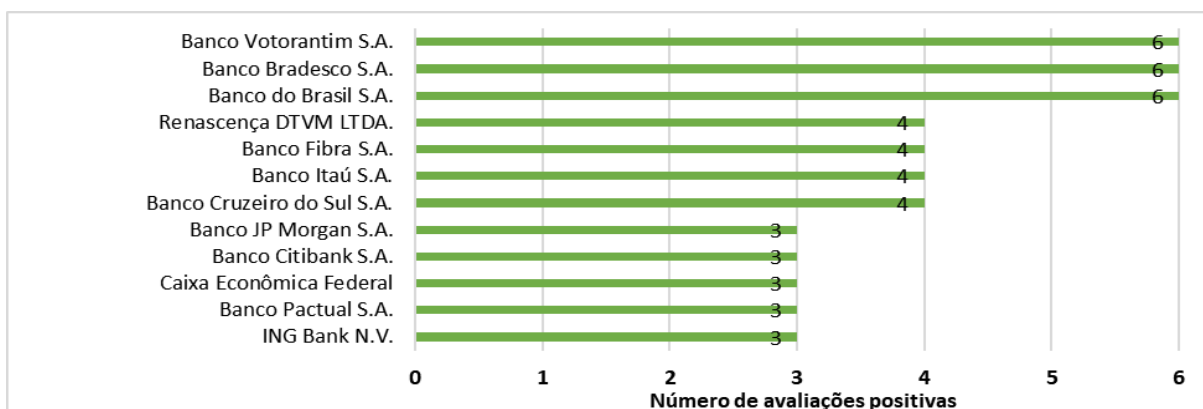
Gráfico 20 - *Dealers* - *Dealers* primários do Demab - Avaliações positivas (05/02/2004 a 31/01/2007)



Fonte: Bacen. Elaboração própria

Os bancos ABN Amro Real, Bradesco, do Brasil, Itaú, Unibanco, Pactual e a Caixa Econômica Federal alcançaram seis avaliações positivas cada. Os bancos Santander (Brasil) e HSBC Bank Brasil tiveram cinco avaliações, e o Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston (Brasil), apenas quatro. Os bancos JP Morgan e Citibank tiveram três avaliações positivas cada, e os bancos Votorantim e o ING Bank obtiveram somente duas, não sendo incluídos no gráfico dos *dealers* primários. Os bancos Fibra, Cruzeiro e a Renascença DTVM não participaram como *dealers* primários no período.

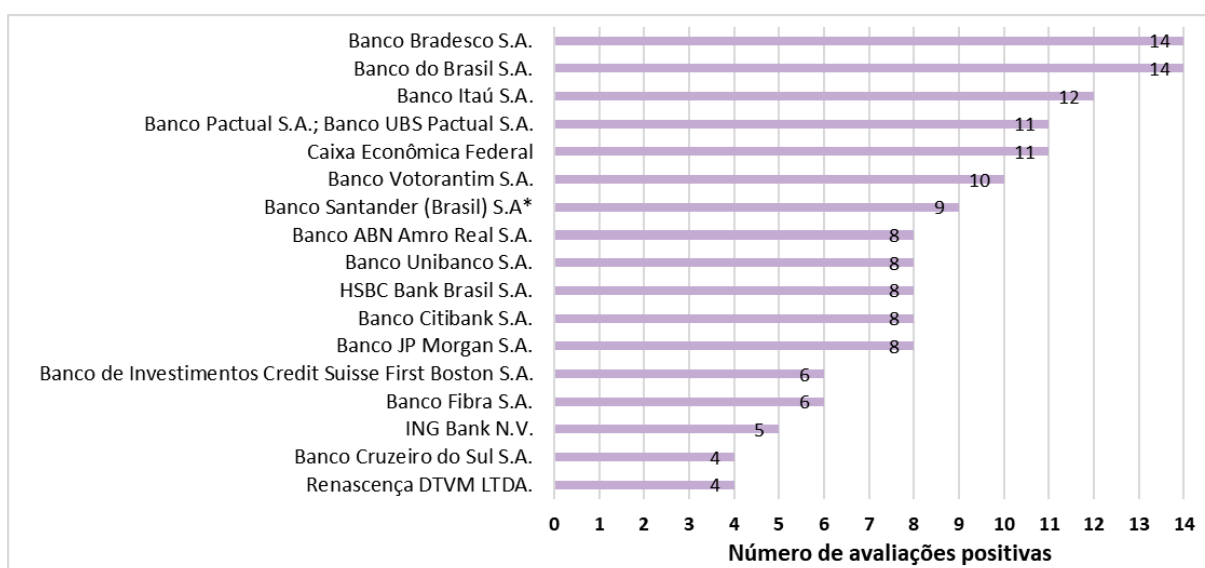
Gráfico 21 - *Dealers* - *Dealers* especialistas do Demab - Avaliações positivas (05/02/2004 a 31/01/2007)



Fonte: Bacen. Elaboração própria

Dentre os principais *dealers* especialistas, os bancos Votorantim, Bradesco e do Brasil obtiveram seis avaliações positivas cada. A Renascença DTVM e os bancos Fibra, Itaú e Cruzeiro do Sul obtiveram quatro cada. As demais instituições financeiras mencionadas no gráfico obtiveram três avaliações positivas. Os bancos Santander (Brasil), ABN Amro Real e Unibanco não tiveram participação como *dealer* especialista. O Banco HSBC Bank Brasil obteve apenas uma. O gráfico a seguir contém os *dealers* primários, especialistas e unificados.

Gráfico 22 - *Dealers* - *Dealers* primários, especialistas e unificados do Demab - Avaliações positivas (08/10/2002 a 31/01/2007)



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

* Incluindo o Banco Santander (Brasil) S.A., o Banco Santander S.A. e o Banco Santander Banespa S.A.

Como é possível observar, as instituições financeiras que atuaram por mais tempo no mercado de títulos públicos durante o primeiro governo Lula foram os bancos Bradesco e do Brasil, contando 14 avaliações positivas cada. O Banco Itaú recebeu 12, e o Banco Pactual, incluindo BTG Pactual, e a Caixa Econômica Federal receberam 11 cada. Também foram expressivas as participações do Banco Votorantim, com dez, e do Banco Santander (Brasil), incluindo o Santander e o Santander Banespa, com nove avaliações positivas.

De modo geral, no primeiro governo Lula observamos a intensidade da participação das principais instituições financeiras, incluindo as públicas e as privadas, no mercado de títulos. Ainda que se constate uma relevante atuação do Banco do Brasil e, em menor medida, da Caixa Econômica Federal, dada à manutenção de seu credenciamento no período em análise, houve maior participação das instituições privadas.

Como os *dealers*, ao atuarem no mercado de títulos públicos, colaboram, ainda que indiretamente, com a regulação da liquidez no mercado, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica

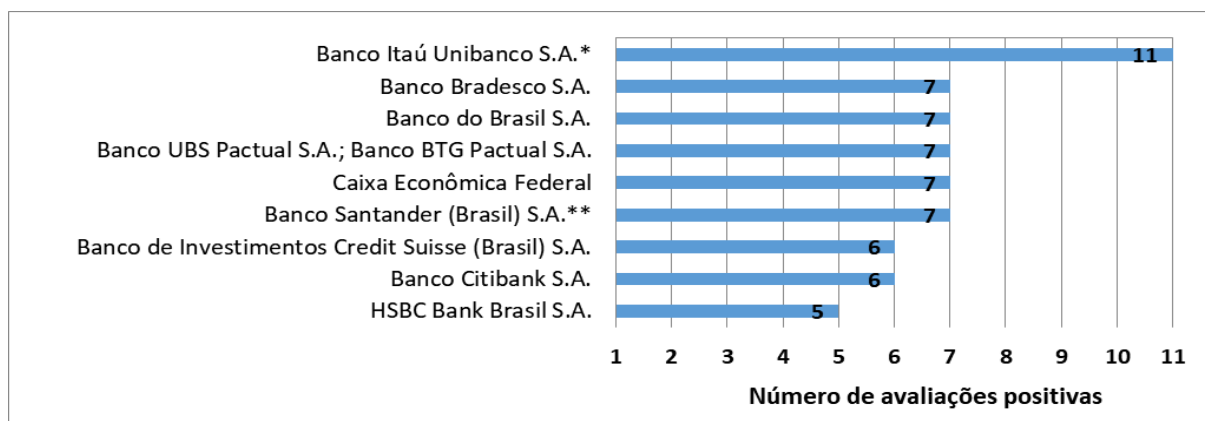
Federal, com autonomia para as aquisições no mercado de ativos federais, podem sofrer maior influência para a absorção, em suas carteiras, de títulos emitidos pelo governo, especialmente os emitidos em função de alterações nas políticas monetária e de gestão do endividamento. Ainda que as instituições públicas gozem de autonomia, é provável um maior diálogo entre estas e o Bacen, do que entre este e as instituições privadas. Tal fato pode ser verificado em situações onde o Bacen pressiona a redução dos juros no mercado de crédito, reduzindo as taxas de juros dos bancos públicos, ampliando a concorrência para os demais bancos privados.

Assim, ao constataremos a intensa atuação das instituições financeiras privadas no mercado de títulos no período, nos questionamos se houve a diminuição do canal de diálogo necessário ao controle e à manutenção da autoridade monetária do país, sem implicar em sua perda, ou se a autoridade monetária e as instituições financeiras privadas estão em consonância com os mesmos objetivos, equilibrando a necessidade de financiamento dos déficits do Estado e de refinanciamento da dívida com as demandas por melhores remunerações dos títulos públicos. Trata-se de uma das relações que procuramos compreender ao longo de todo o desenvolvimento deste estudo e que faremos a exposição nos próximos capítulos.

2.3.2. Governo Lula 2 (2007 a 2010)

No segundo governo Lula, os *dealers* atuantes no Demab, considerando os primários e os especialistas, foram submetidos a sete avaliações cada pelo Bacen. Somente a partir de 10 de agosto de 2010 os *dealers* foram unificados, sendo submetidos a apenas uma avaliação pelo Bacen. Os gráficos a seguir apresentam os principais *dealers* primários, os *dealers* especialistas, além de um panorama geral do grupo no período.

Gráfico 23 - *Dealers* - *Dealers* primários do Demab - Avaliações positivas (10/02/2007 a 31/07/2010)



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

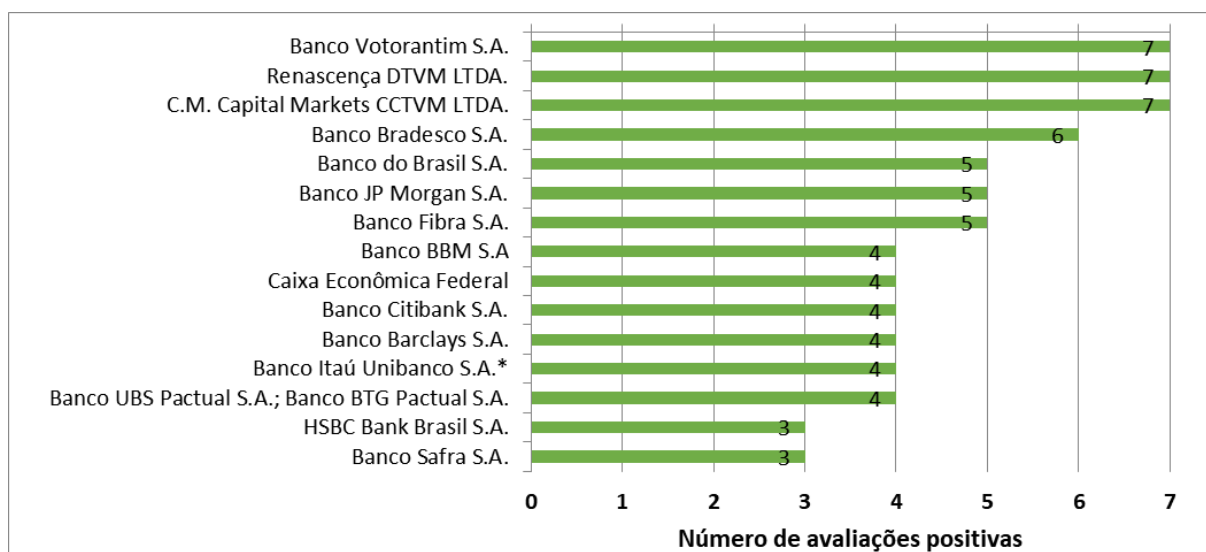
* Considerando o Banco Itaú S.A., o Banco Unibanco S.A. e o Banco Itaú Unibanco S.A.

** Considerando o Banco Santander (Brasil) S.A., o Banco Santander S.A., e o Banco Santander Banespa S.A.

O Banco Itaú Unibanco, considerando a soma das avaliações obtidas pelo Unibanco e pelo Itaú, se destacou com o total de 11 avaliações positivas. Os bancos Bradesco; do Brasil; BTG Pactual, incluindo o UBS Pactual; Caixa Econômica Federal; e Santander (Brasil), considerando o Santander e o Santander Banespa, obtiveram um total de sete avaliações positivas cada. Já os bancos de Investimentos Credit Suisse (Brasil) e o Citibank tiveram seis, e o HSBC Bank Brasil, apenas cinco.

As demais instituições financeiras, corretoras e distribuidoras não tiveram considerável número de avaliações positivas no grupo de *dealers* primários e não foram consideradas no gráfico acima, como nos casos dos bancos Votorantim, Fibra e JP Morgan que obtiveram apenas uma avaliação positiva. Já a Renascença DTVM, a C.M. Capital Markets CCTVM, e os bancos Barclays e BBM não participaram como *dealers* primários no período em análise, mas constam no grupo dos *dealers* especialistas.

Gráfico 24 - *Dealers* - *Dealers* especialistas do Demab - Avaliações positivas (10/02/2007 a 31/07/2010)



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

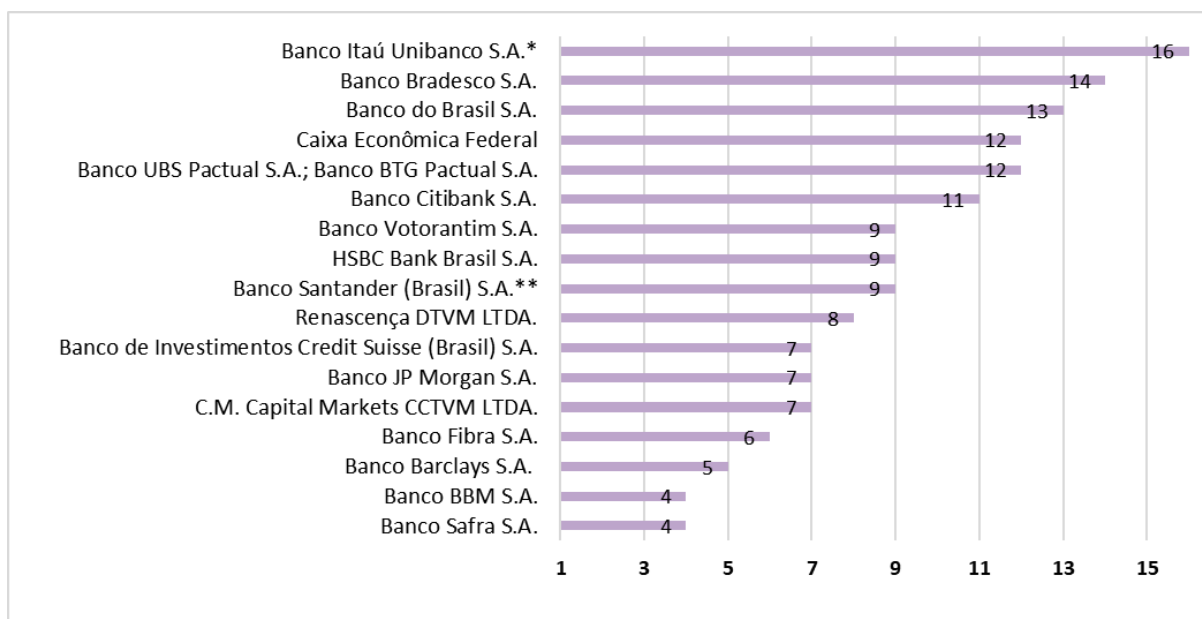
* Considerando o Banco Itaú S.A., o Banco Unibanco S.A. e o Banco Itaú Unibanco S.A.

Conforme o gráfico acima, o Banco Votorantim, a Renascença DTVM e a C.M. Capital Markets CCTVM alcançaram sete avaliações positivas cada, e o Banco Bradesco obteve seis. Os bancos do Brasil, JP Morgan e Fibra tiveram cinco avaliações positivas. Já os bancos BBM; Caixa Econômica Federal; Citibank; Barclays; Itaú Unibanco, considerando o Itaú e o Unibanco; e BTG Pactual, considerando o UBS Pactual, alcançaram quatro cada. Os bancos HSBC Bank Brasil e Safra obtiveram apenas três avaliações positivas no grupo de especialistas.

Os *dealers* com menos de três avaliações pelo Bacen não foram considerados no gráfico. Já o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) não teve participação como *dealer* especialista.

No gráfico abaixo expomos os principais *dealers* que atuaram no segundo governo Lula, considerando os primários, os especialistas e o grupo unificado.

Gráfico 25 - *Dealers* - *Dealers* primários e especialistas do Demab - Avaliações positivas (10/2/2007 a 31/1/2011)



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

* Considerando o Banco Itaú S.A., o Banco Unibanco S.A. e o Banco Itaú Unibanco S.A.

** Considerando o Banco Santander (Brasil) S.A., o Banco Santander S.A., e o Banco Santander Banespa S.A.

Como é possível observar, o Banco Itaú Unibanco somou um total de 16 avaliações positivas, evidenciando a amplitude da atuação da instituição no Demab. Já o Banco Bradesco aparece com 14 avaliações, seguido pelo Banco do Brasil com 13, e pela Caixa Econômica Federal e o Banco BTG Pactual com 12 cada. O Banco Citibank recebeu 11 avaliações positivas e os bancos Votorantim, HSBC Bank Brasil e Santander (Brasil) ficaram com nove cada. No gráfico em questão foram excluídos os *dealers* com menos de três avaliações positivas.

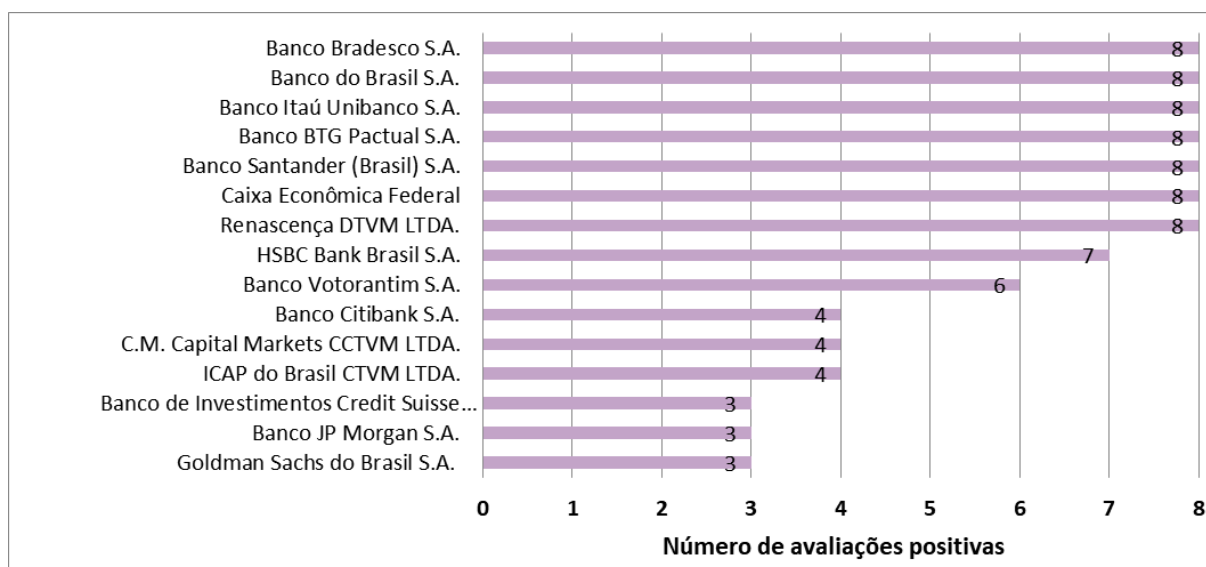
No segundo governo Lula, assim como no primeiro, houve maior atuação das instituições financeiras privadas no mercado de títulos públicos. De acordo com o estudo, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, ainda que tenham tido expressiva participação como *dealers*, ficaram em terceiro e quarto lugar respectivamente. Mesmo que em 2008 tenha ocorrido uma taxa de variação negativa para a DPMFi, o período total referente ao segundo governo Lula foi marcado pelo grande endividamento interno. Trata-se do momento em que ocorre o crescimento do número de títulos prefixados, ou seja, com Taxa Contratada definida

no momento da aquisição. Tal fato pode estar relacionado às variações sofridas pela Taxa Selic e pelo IPCA e à necessidade da manutenção da atratividade dos títulos públicos aos investidores.

2.3.3. Governo Dilma 1 (2011 a 2014)

No primeiro governo Dilma, os *dealers* atuaram em um mesmo grupo, acumulando as funções antes exercidas no mercado primário e secundário. O gráfico abaixo demonstra os *dealers* que atuaram por maior tempo, considerando os oito semestres avaliados pelo Bacen. Os *dealers* que receberam menos de três avaliações positivas não constam no gráfico.

Gráfico 26 - *Dealers* - *Dealers* do Demab - Avaliações positivas (10/02/2011 a 31/01/2015)



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

Como é possível observar, os bancos Bradesco, do Brasil, Itaú Unibanco, BTG Pactual, Santander (Brasil), Caixa Econômica Federal e a distribuidora Renascença DTVM participaram em todos os leilões promovidos pelo Demab, somando oito avaliações positivas cada. O HSBC Bank Brasil obteve sete, seguido pelo Banco Votorantim com seis. O Banco Citibank, a C.M. Capital Markets CCTVM e a ICAP do Brasil CTVM tiveram quatro avaliações positivas cada. De modo geral, houve paridade no tempo de credenciamento das instituições financeiras públicas e privadas no período, além de um moderado crescimento da DPMFi, passando de R\$ 2.672,22 bilhões em 2011, para R\$ 2.743,00 bilhões em 2014, considerando os valores reais.

Outro aspecto se refere ao aumento da porcentagem dos títulos indexados pelo IPCA em posse das instituições financeiras. O IPCA apresentou pouca variação no período, passando

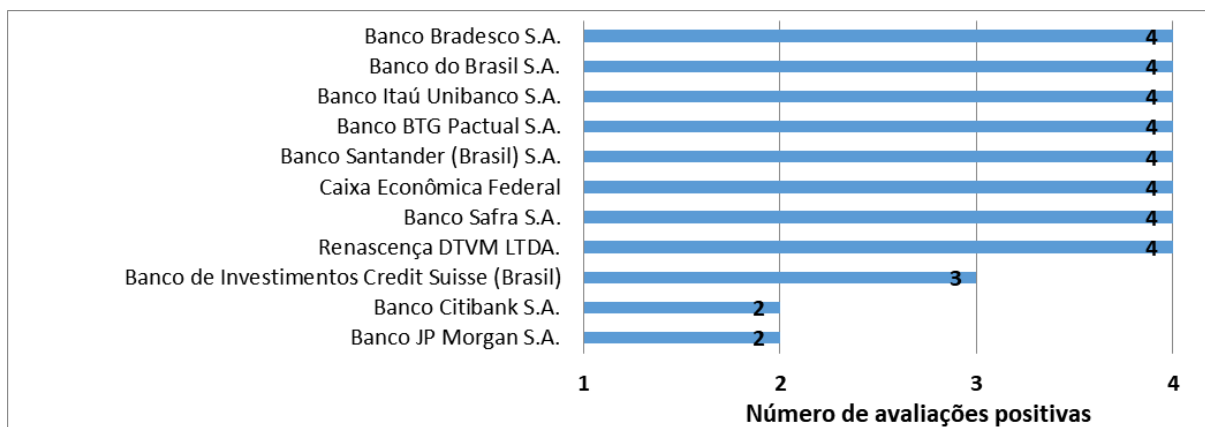
de 6,50% em 2011, para 6,41% em 2014, diferentemente da Taxa Selic que apresentou queda de 3,76% entre 2011 e 2012, e uma acentuada elevação de 4,51% entre 2012 e 2014. A oscilação da Taxa Selic pode ter aumentado a desconfiança dos investidores, especialmente sobre os riscos dos títulos pós-fixados e corrigidos por este índice. A diminuição da aquisição destes papéis ocorreu concomitante à progressiva diminuição dos instrumentos nominativos utilizados pelo Bacen indexados à Taxa Selic e ao câmbio, e com o aumento do número de títulos públicos prefixados e indexados pelo IPCA, conforme apontado anteriormente.

A partir de 2013 houve significativa queda do PIB, passando de 3,9% em 2011, para 0,1% em 2014, segundo o IBGE²⁵, além do crescimento da inflação no país. O aumento da Taxa Selic entre 2012 a 2015 visou controlar a liquidez na economia, ou seja, a crescente inflação. Com a liquidez relativamente controlada, procedeu-se, a partir de 2015, com a redução da Taxa Selic, conforme discutimos no sexto capítulo. A manutenção da atratividade dos títulos públicos aos investidores, nesse sentido, foi mantida com a substituição dos ativos pós-fixados corrigidos pela Taxa Selic, pelos pós-fixados corrigidos pelo IPCA. Ainda que este índice tenha apresentado queda a partir de 2015, como demonstramos, a compreensão era de que o aumento da liquidez na economia, em função da redução da Selic, “empurraria” o IPCA para cima. Assim, os títulos pós-fixados corrigidos pelo IPCA e acrescidos de Taxa Contratada, por um lado, salvaguardariam os investidores dos riscos da oscilação do índice e, por outro lado, funcionaria como uma espécie de âncora para as variações dos índices de inflação no país.

2.3.4. Governo Dilma 2 (2015 a 31/08/2016)

Durante o segundo governo Dilma, o grupo de *dealers* permaneceu unificado no Demab. No período de 10 de agosto de 2015 a 31 de janeiro de 2017, incluindo o último semestre vigente para as avaliações ainda no governo em questão, o TN abre seu mercado de títulos públicos, viabilizando-o por meio da Codip. Assim, inserimos abaixo um gráfico contendo os principais *dealers* atuantes no Demab. Na sequência expomos os principais *dealers* atuantes na Codip e, por fim, inserimos um gráfico unificando os principais *dealers* atuantes no Demab e na Codip no segundo governo Dilma.

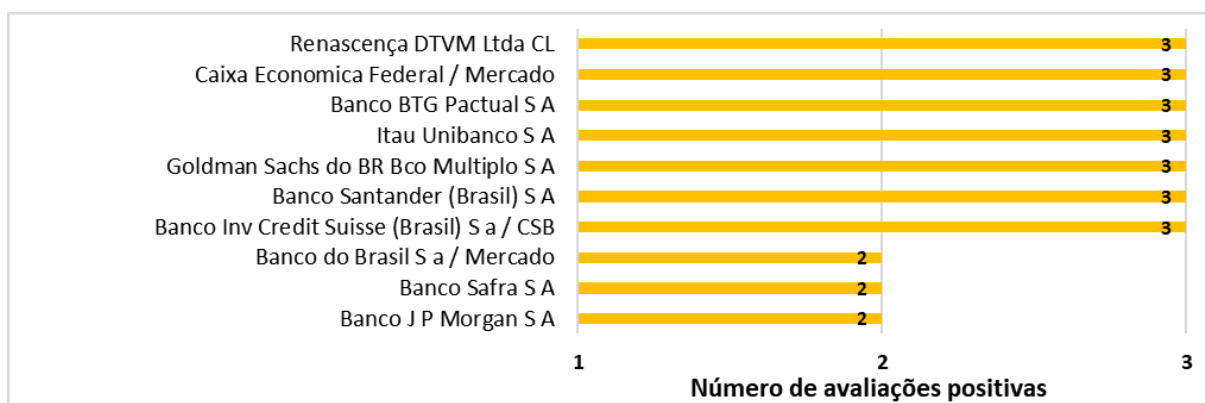
²⁵ IBGE. PIB avança 1,0% em 2017 e fecha ano em R\$ 6,6 trilhões. 01/03/2018. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/9610-em-2015-pib-cai-3-8-e-totaliza-r-5-9-trilhoes> . Acesso em: 29 de abr. de 2019.

Gráfico 27 - *Dealers* - *Dealers* do Demab - Avaliações positivas (10/02/2015 a 31/07/2017)

Fonte: Bacen. Elaboração própria.

Obs.: Trata-se do período onde ocorre a aquisição do HSBC Bank Brasil S.A. pelo Banco Bradesco S.A.

Os *dealers* com maior tempo de atuação no Demab no período foram os bancos Bradesco, do Brasil, Itaú Unibanco, BTG Pactual, Santander (Brasil), Caixa Econômica Federal, Safra e a distribuidora Renascença DTVM, com quatro avaliações positivas cada, participando em todos os leilões realizados. O Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) recebeu três avaliações e os bancos Citibank e JP Morgan receberam duas cada. O gráfico abaixo revela os principais *dealers* atuantes na Codip no período.

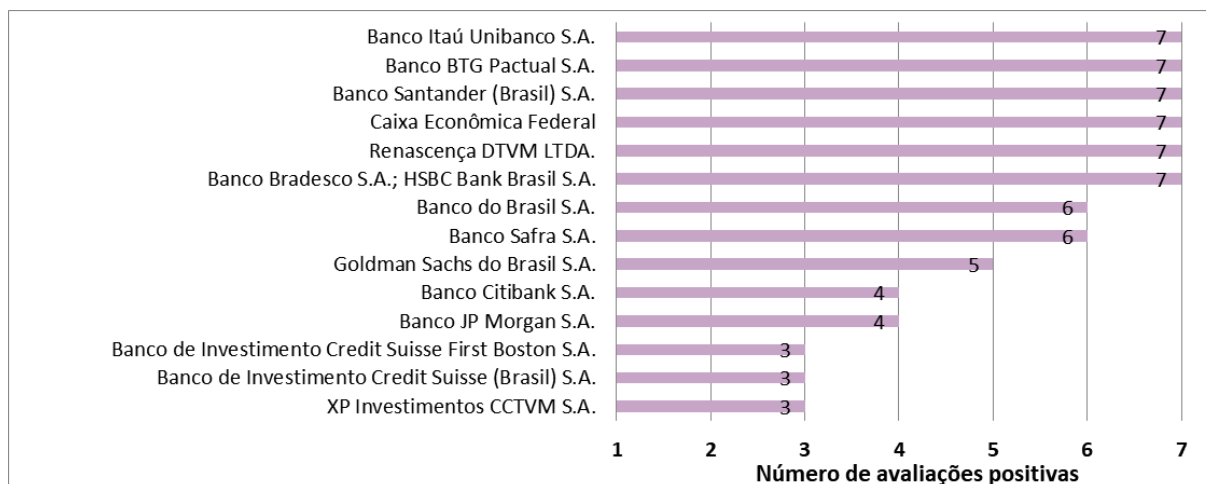
Gráfico 28 - *Dealers* - *Dealers* da Codip - Avaliações positivas (10/08/2015 a 31/07/2017)

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Os bancos mais atuantes como *dealers* da Codip no período foram a Caixa Econômica Federal/Mercado, o BTG Pactual, o Itaú Unibanco, o Goldman Sachs do Brasil, o Santander (Brasil) e a distribuidora Renascença DTVM, com três avaliações positivas cada. Os bancos do Brasil/Mercado, Investimentos Credit Suisse (Brasil), Safra e Bradesco alcançaram duas cada. Os *dealers* que receberam menos de duas avaliações positivas não foram adicionados à representação gráfica. Abaixo, apresentamos os principais *dealers* do período, incluindo os

dealers atuantes no Demab e os *dealers* atuantes na Codip, totalizando as avaliações realizadas pelo Bacen e pelo TN no período.

Gráfico 29 - *Dealers* - *Dealers* do Demab e da Codip - Avaliações positivas (01/01/2015 a 31/07/2017)



Fonte: Tesouro Nacional e Bacen. Elaboração própria.

No governo em análise, houve a participação ativa, com sete avaliações positivas cada, dos bancos Itaú Unibanco, BTG Pactual, Santander (Brasil), Caixa Econômica Federal, Bradesco, incluindo a aquisição do HSBC Bank Brasil, e da distribuidora Renascença DTVM. Os bancos do Brasil e Safra ficaram com seis cada. O Goldman Sachs do Brasil apareceu com cinco avaliações positivas, e os bancos Citibank e JP Morgan, com quatro cada. No período, a Caixa Econômica Federal ganhou posição de destaque junto às demais instituições financeiras privadas. O Banco do Brasil ficou na posição abaixo, indicando a manutenção do seu credenciamento na maior parte do governo em análise.

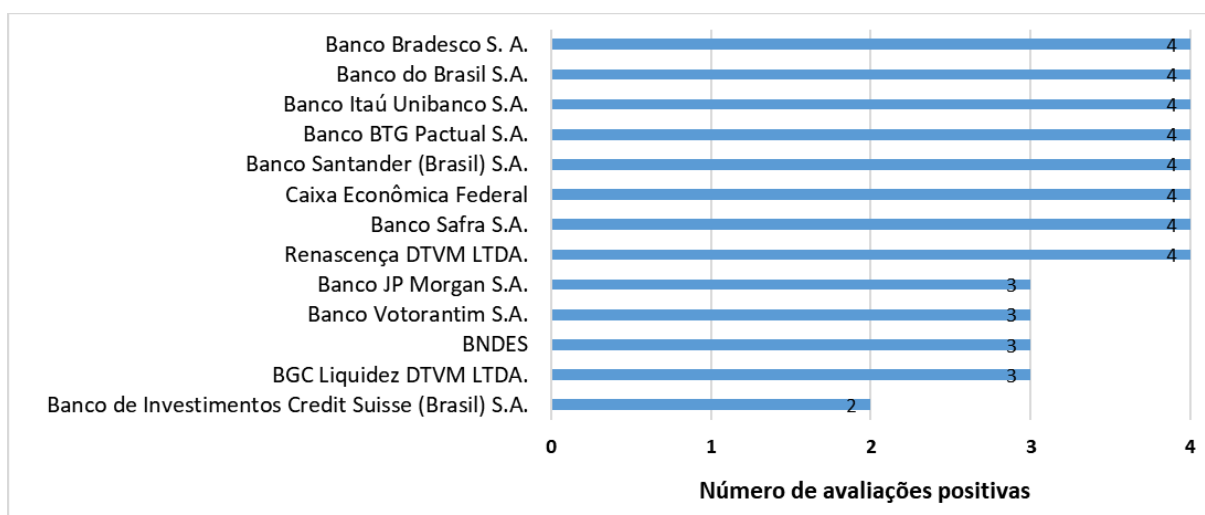
Ainda que uma progressiva substituição dos ativos pós-fixados, corrigidos pela Selic, pelos pós-fixados, corrigidos pelo IPCA, tenha se iniciado, registrou-se no período o aumento da posse de títulos públicos corrigidos pela Selic e a diminuição dos prefixados e dos pós-fixados corrigidos pelo IPCA pelo grupo Instituições Financeiras, como demonstramos. Mesmo ocorrendo a diminuição da Taxa Selic, que passou de 14,1% em 2015 para 13,6% em 2016, e do IPCA, que passou de 10,6% para 6,3% no mesmo período, houve variação positiva da DPMFi, de 9,7% em 2015 e de 6,0% em 2016. Desse modo, podemos inferir que o aumento da proporção dos títulos pós-fixados e corrigidos pela Taxa Selic foi acompanhado por melhores Taxas Contratadas durante as aquisições, como é possível verificar pelo custo médio acumulado entre 2015 e 2016. Como não há clareza nos RAD consultados sobre a adição das operações compromissadas no cálculo da proporção dos títulos a partir dos seus indexadores, nas carteiras

dos grupos detentores, ainda que outros documentos afirmem que tais operações não são incluídas no cálculo da DPF, não podemos desconsiderar que o aumento dos títulos pós-fixados e corrigidos pela Taxa Selic pode ter ocorrido também em função do aumento destas operações.

2.3.5. Governo Temer (01/09/2016 a 2018)

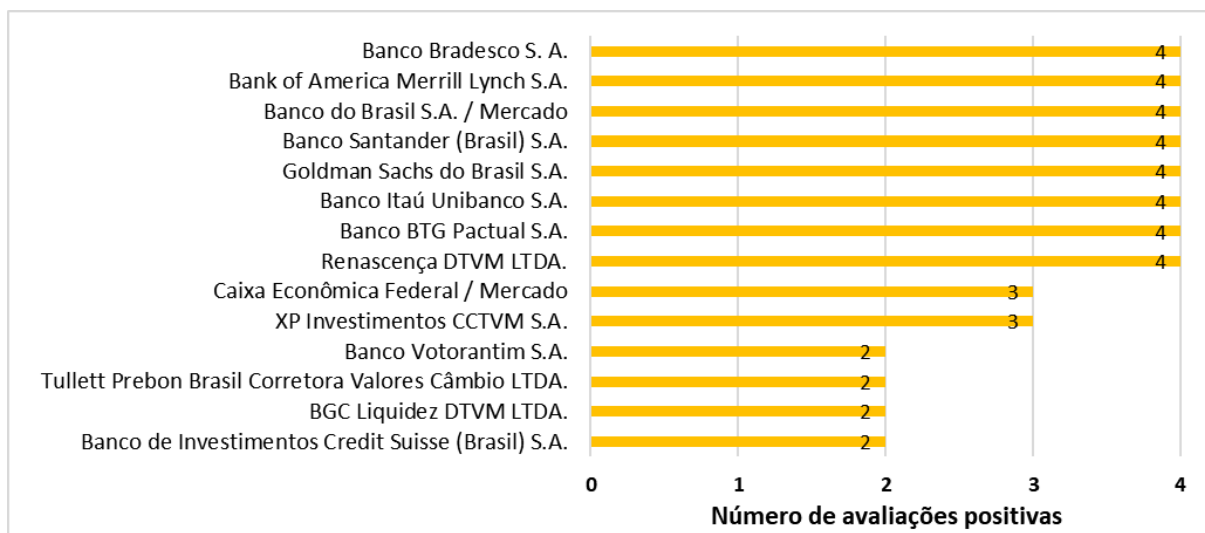
Durante o governo Temer, os *dealers* atuaram em um grupo unificado no Demab, desempenhando ações nos mercados primário e secundário. Outro grupo, porém, atuou na movimentação de títulos públicos por meio da Codip. Seguindo o padrão das demais seções, expomos abaixo um gráfico contendo os *dealers* atuantes por maior tempo no Demab, na sequência inserimos um gráfico contendo os *dealers* mais atuantes na Codip e, por fim, um apresentamos um gráfico contendo todos os principais *dealers* do período.

Gráfico 30 - *Dealers* - *Dealers* do Demab - Avaliações positivas (10/2/2017 a 31/1/2019)



Fonte: Bacen. Elaboração própria.

Conforme aponta o gráfico, houve a participação ativa dos bancos Bradesco, do Brasil, Itaú Unibanco, BTG Pactual, Santander (Brasil), Caixa Econômica Federal, Safra e da distribuidora Renascença DTVM, com quatro avaliações positivas cada. Já os bancos JP Morgan, Votorantim, BNDES, e a distribuidora BGC Liquidez DTVM receberam três cada. O Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) obteve duas avaliações positivas. Os *dealers* com menos de duas avaliações não foram incluídos na representação gráfica.

Gráfico 31 - *Dealers* - *Dealers* da Codip - Avaliações positivas (10/02/2017 a 31/01/2019)

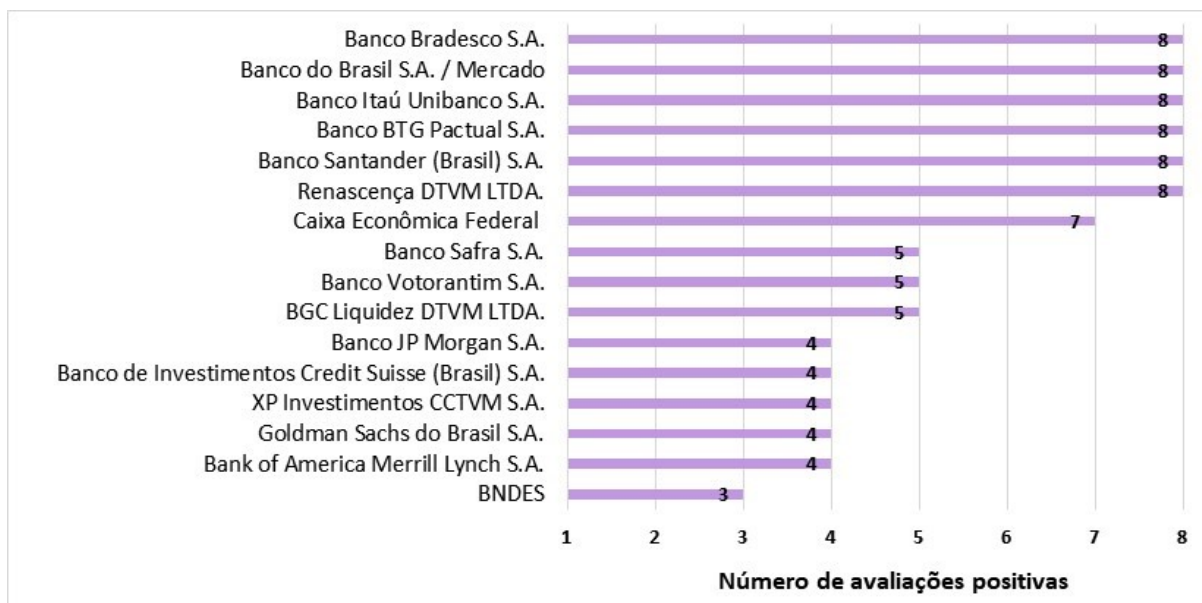
Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Dentre os *dealers* atuantes na Codip destacaram-se os bancos Bradesco, Bank of America Merrill Lynch, do Brasil/Mercado, Santander (Brasil), Goldman Sachs do Brasil, Itaú Unibanco, BTG Pactual e a distribuidora Renascença DTVM, com quatro avaliações positivas cada, participando de todos os leilões promovidos pela Codip no período. Já a Caixa Econômica Federal/Mercado e a XP Investimentos CCTVM alcançaram três avaliações cada. O Banco Votorantim, a Tullett Prebon Brasil Corretora Valores Câmbio, o BGC Liquidez DTVM e o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) receberam apenas duas cada. Os *dealers* que obtiveram menos de duas avaliações positivas não foram considerados no gráfico devido à baixa representatividade nos leilões da Codip.

O gráfico contém os principais *dealers* atuantes durante o governo Temer, incluindo os *dealers* do Demab e os *dealers* da Codip. Nota-se que a coleta dos dados para o período inicia-se em 01 de setembro de 2016 e inclui as avaliações realizadas pelo Bacen e pelo TN sobre a atuação dos *dealers* no semestre anterior. No período foram efetivadas oito avaliações, sendo quatro realizadas pelo Bacen e quatro realizadas pelo TN. Assim, os *dealers* com maior tempo de atuação, contabilizando as participações no Demab e na Codip durante o governo Temer, foram os bancos Bradesco, do Brasil/Mercado, Itaú Unibanco, BTG Pactual, Santander (Brasil) e a distribuidora Renascença DTVM, com oito avaliações positivas cada, indicando a participação em todos os leilões. A Caixa Econômica Federal teve sete avaliações e os bancos Safra, Votorantim e o BGC Liquidez DTVM, cinco cada. Os bancos JP Morgan, Investimentos Credit Suisse (Brasil) e a corretora XP Investimentos CCTVM, o Goldman Sachs do Brasil e o

Bank of America Merrill Lynch receberam quatro avaliações positivas cada. Já o BNDES recebeu apenas três.

Gráfico 32 - *Dealers - Dealers* do Demab e da Codip - Avaliações positivas (01/09/2016 a 31/01/2019)



Fonte: Tesouro Nacional e Bacen. Elaboração própria.

Dos principais *dealers* do período, nos chamou atenção a atuação do BNDES no Demab. A participação referiu-se, especialmente, à atuação do Banco no mercado de títulos públicos frente à devolução antecipada dos títulos emitidos ao BNDES pelo TN. A emissão, realizada em 2009, compôs parte das ações do governo Lula para o aquecimento do mercado de crédito no Brasil, diante do represamento dos recursos pelas instituições financeiras privadas durante a crise do sistema financeiro internacional. Os valores repassados ao BNDES somaram cerca de R\$ 532 bilhões, em recursos financeiros e em títulos públicos, e fizeram parte do Programa de Sustentação do Investimento, conforme abordaremos no próximo capítulo.

Com a devolução antecipada de parte dos ativos, via resgate antecipado pelo TN, previa-se a diminuição da alta escalada da DPF e a diminuição da proporção da DBGG no PIB, conforme Nota Técnica Conjunta nº 06/2017/ASPAR/CODIP/COVID/COGEP/STN/MF-DF, de 31 de março de 2017: “A redução na DBGG, indicador importante para elaboração de políticas econômicas e para sinalização da solvência da União, é o principal impacto da antecipação. A DBGG foi reduzida na mesma magnitude da operação, R\$ 100 bilhões, o que equivale a cerca de 1,6% do PIB”. Como parte dos títulos havia vencido em 2017, os recursos financeiros decorrentes destes vencimentos ou de eventuais negociações dos títulos no mercado secundário foram utilizados para a compra de outros títulos públicos, com diferentes

vencimentos e indexadores. O resgate antecipado pelo TN também criou a necessidade de o BNDES recompor a sua carteira de investimentos, a partir de novas articulações no mercado de títulos públicos. Tal contexto provocou o aumento da atuação do Banco, fazendo com que este se destacasse no grupo de *dealers* atuantes no Demab durante o período do governo Temer.

Outro aspecto se refere à continuidade da queda da Taxa Selic. O IPCA, por outro lado, apresentou queda até o início de 2017, registrando, na sequência, uma pequena elevação. Verifica-se, no entanto, a continuidade do aumento das carteiras de investimentos do grupo Instituições Financeiras com títulos pós-fixados e corrigidos pela Taxa Selic, e a redução da proporção dos títulos prefixados e dos pós-fixados corrigidos pelo IPCA, sendo o mesmo observado no grupo Fundos. Tal fato pode ter ocorrido, como mencionado, diante de Taxas Contratadas mais atrativas, equilibrando os riscos frente à aquisição dos ativos públicos.

2.3.6. Visão geral dos principais *dealers* em cada governo

Com o intuito de proporcionar aos leitores uma visão geral da participação dos principais *dealers* do mercado de títulos públicos, elaboramos a tabela a seguir a partir da sistematização das informações apresentadas nas seções anteriores, possibilitando um quadro comparativo dos diferentes governos em análise. Na tabela, apresentamos as instituições financeiras, corretoras e distribuidoras que se destacaram no mercado de títulos devido ao tempo de atuação, expondo os dados de forma detalhada, especialmente os que se referem às instituições que passaram por processos de compra/aquisição/fusão. Desse modo, foi possível observar as avaliações individualizadas do Bacen e da STN sobre o desempenho destas instituições, ainda que tenham passado por mudanças estruturais/administrativas.

Com este panorama, verificamos o comportamento dos bancos Itaú e Unibanco até o exato momento da fusão, recebendo, o Itaú, maior destaque no mercado de títulos, especialmente como *dealer* primário durante os governos Lula. No caso do HSBC Bank Brasil, verificamos a sua forte presença como *dealer* primário e, em menor medida, como *dealer* especialista, ainda que a participação geral tenha sido menor quando comparado à participação do Banco Bradesco nos papéis de *dealer* primário e especialista. Os bancos Santander e Santander Banespa, que atuaram durante os dois governos Lula, tiveram quase o mesmo desempenho como *dealer* primário. Apenas o Santander (Brasil) passou a atuar como *dealer* especialista no segundo governo Lula, tendo excelente participação nos demais governos analisados, assim como os bancos Bradesco, Itaú Unibanco, BTG Pactual, do Brasil, Caixa Econômica Federal e a Renascença DTVM, participando em todos os leilões promovidos pelo Demab e pela Codip nos governos Dilma e no governo Temer.

Tabela 1 - *Dealers* - *Dealers* do Demab (D) e da Codip (C) - Avaliações positivas/Governo

<i>Dealers</i>	Avaliações positivas/total						
		Lula 1	Lula 2	Dilma 1	Dilma 2	Temer	TOTAL
Instituições Financeiras Privadas							
Banco Bradesco S.A.	D	6 (P) + 6 (E) + 2 (U) = 14	7 (P) + 6 (E) + 1 (U) = 14	8	4	4	50
	C	---	---	---	2	4	
HSBC Bank Brasil S.A.	D	5 (P) + 3 (U) = 8	5 (P) + 3 (E) + 1 (U) = 9	7	1	---	26
	C	---	---	---	1	---	
Banco Itaú S.A.	D	6 (P) + 4 (E) + 2 (U) = 12	6 (P) + 3 (E) = 9	---	---	---	21
Banco Unibanco S.A.	D	6 (P) + 2 (U) = 8	4 (P) = 4	---	---	---	12
Banco Itaú Unibanco S.A.	D	---	1 (P) + 1 (E) + 1 (U) = 3	8	4	4	26
	C	---	---	---	3	4	
Banco Pactual S.A. (UBS)	D	6 (P) + 3 (E) + 2 (U) = 11	6 (P) + 3 (E) = 9	---	---	---	20
Banco BTG Pactual S.A.	D	---	1 (P) + 1 (E) + 1 (U) = 3	8	4	4	26
	C	---	---	---	3	4	
Banco Santander (Brasil) S.A.	D	5 (P) + 1 (U) = 6	3 (P) + 1 (E) + 1 (U) = 5	8	4	4	34
	C	---	---	---	3	4	
Banco Santander S.A.	D	1 (P) + 1 (U) = 2	2 (P) = 2	---	---	---	4
Banco Santander Banespa S.A.	D	1 (P) = 1	2 (P) = 2	---	---	---	3
Banco Votorantim S.A.	D	6 (E) + 4 (U) = 10	1 (P) + 7 (E) + 1 (U) = 9	6	1	3	31
	C	---	---	---	---	2	
Banco Citibank S.A.	D	3 (P) + 3 (E) + 2 (U) = 8	6 (P) + 4 (E) + 1 (U) = 11	4	2	---	27
	C	---	---	---	2	---	
Banco JP Morgan S.A.	D	3 (P) + 3 (E) + 2 (U) = 8	1 (P) + 5 (E) + 1 (U) = 7	3	2	3	26
	C	---	---	---	2	1	
Banco Fibra S.A.	D	4 (E) + 2 (U) = 6	1 (P) + 5 (E) = 6	---	---	---	12
Banco Safra S.A.	D	1 (P) + 2 (U) = 3	1 (P) + 3 (E) = 4	1	4	4	19
	C	---	---	---	2	1	
Instituições Financeiras Públicas							
Banco do Brasil S.A.*	D	6 (P) + 6 (E) + 2 (U) = 14	7 (P) + 5 (E) + 1 (U) = 13	8	4	4	49
	C	---	---	---	2	4	
Caixa Econômica Federal*	D	6 (P) + 3 (E) + 2 (U) = 11	7 (P) + 4 (E) + 1 (U) = 12	8	4	4	45
	C	---	---	---	3	3	
Corretoras e Distribuidoras							
Renascença DTVM	D	4 (E) = 4	7 (E) + 1 (U) = 8	8	4	4	35
	C	---	---	---	3	4	
C.M Capital Markets CCTVM	D	2 (E) = 2	7 (E) = 7	4	1	---	14

Fonte: Bacen e STN. Elaboração própria. Obs.: A letra P indica a atuação como *dealer* primário, a letra E, como especialista, e a letra U, como grupo unificado. * As avaliações na Codip pelo Banco do Brasil e pela Caixa foram alcançadas pelo Banco do Brasil/Mercado e pela Caixa Econômica Federal/Mercado no segundo governo Dilma e Temer.

Na sistematização acima, adotamos a letra P para nos referirmos às avaliações dos *dealers* no mercado primário, a letra E, no grupo de especialistas, e a letra U, no grupo unificado, após a junção dos *dealers* primários e especialistas como mencionado. Adicionamos a soma das avaliações positivas referentes ao desempenho destas instituições financeiras, corretoras e distribuidoras no Demab e na Codip em cada governo analisado e, ao final da linha horizontal, adicionamos o total das avaliações positivas obtidas ao longo de todo o período investigado, considerando cada uma das instituições, corretora e distribuidora em destaque.

Analisando a tabela, verificamos que ocorreu maior preferência pela atuação como *dealer* primário pelas instituições financeiras analisadas, quando da vigência desta diferenciação durante os governos Lula, com exceção dos bancos Votorantim, Fibra e JP Morgan. Este último demonstrou grande diferença na participação como *dealer* primário e especialista no período, ficando com 3(P) e 3(E) no primeiro governo Lula, e com 1(P) e 5(E) no segundo governo. Já as corretoras Renascença DTVM e CM Capital Markets CCTVM demonstraram ter um perfil mais voltado a articulação destes ativos no mercado secundário, ou seja, na recompra e revenda, atuando apenas no grupo de *dealers* especialistas no período.

Comparando a tabela acima com o gráfico onde apresentamos os principais *dealers* do Demab e da Codip entre 08/10/2002 a 31/01/2019, na seção 2.2.2 deste capítulo, observamos que, mesmo separando a participação do HSBC Bank Brasil do Banco Bradesco, esta instituição continuou se destacando como principal *dealer* no período investigado. O caso do Itaú Unibanco se mostrou diferente, pois, ao decompor as avaliações dos bancos Itaú e Unibanco, observamos que este último ficou com uma participação reduzida. No entanto, somando as duas instituições envolvidas na fusão, consolidando o Banco Itaú Unibanco, este apareceu como o segundo maior *dealer* no período analisado. A mesma constatação foi realizada a partir da verificação da atuação dos bancos Pactual, UBS Pactual e BTG Pactual, indicando que a fusão/compra/aquisição impulsionou a atuação destas instituições no mercado de títulos públicos, assim como a do Santander (Brasil).

Por fim, conhecendo o pequeno grupo formado pelas instituições financeiras que se destacaram como *dealers* do mercado de títulos, no próximo capítulo identificamos as principais instituições financeiras atuantes no mercado de crédito como agentes intermediários do BNDES e investigamos a existência de concentração da atividade de intermediação nos principais *dealers*. Dessa forma, damos sequência a um dos objetivos basilares para a continuidade deste estudo, isto é, a investigação e a análise do processo de circulação do capital financeiro envolvendo o Estado e instituições financeiras.

2.4. CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO

Após a exposição dos dados referentes ao endividamento público brasileiro, constatamos o crescimento significativo do estoque total da DPF no período em análise, ainda que tenham ocorrido variações negativas no crescimento da DPFe, entre 2003 e 2007 e entre 2012 e 2015, e da DPMFi, em 2008. Verificamos que o aumento da DPMFi, superior ao da DPFe, foi impulsionado principalmente: 1) pelo aporte do Estado aos processos de privatização, mediante o uso de títulos públicos nas negociações; 2) pela reorganização do sistema bancário brasileiro, por meio do Proer e do Proes, e a emissão de títulos públicos para o saneamento dos bancos públicos; 3) pelas estratégias de aquecimento do mercado de crédito, via emissão de títulos ao BNDES, e 4) pela política de desenvolvimento do mercado de títulos públicos no Brasil, aplicada pelo Bacen, por meio do Demab, e pelo TN, via Codip.

A constatação do aumento da DPMFi nos orientou na identificação dos principais detentores dos títulos públicos brasileiros. Após a leitura dos RAD de 2003 a 2018 publicados pela STN, verificamos que a posse destes ativos se concentrou, em grande parte, nos grupos Fundos, Previdência e Instituições Financeiras. Conhecendo o perfil de investimentos destes, passamos a analisar a atuação do grupo Instituições Financeiras.

A posse de títulos públicos pelas instituições financeiras ocorre, entre outros, por meio de aquisições realizadas no mercado de títulos. Tais instituições podem participar dos leilões competitivos promovidos pelo Demab e pela Codip, bem como demais interessados na aquisição dos ativos. No entanto, quando passam a pertencer ao grupo de *dealers*, submetidas a um conjunto de regras e deveres, têm acesso a atividades específicas e exclusivas, como a participação nos leilões não competitivos, chamados de leilão de segunda volta. Tal participação prevê a compra de uma quantidade de títulos à média de preços estabelecidos no leilão competitivo, possibilitando o aumento da carteira de investimentos com os ativos federais, representando uma vantagem em relação às demais instituições. Além disso, elas se beneficiam de marketing positivo, fortalecendo a credibilidade perante os clientes, atraindo investidores e correntistas com uma carteira variada.

Em nossa compreensão, ainda que o sistema de *dealers* seja utilizado pelo Bacen e, mais recentemente, pelo TN para acessar informações sobre as principais demandas e preferências dos investidores e para ampliar o mercado de títulos públicos, a manutenção da autoridade monetária via regramento do mercado de títulos fica dependente de uma relação aparentemente simbiótica. O Bacen emite títulos para financiar o déficit orçamentário, nele

incluído o refinanciamento da dívida pública, e, em contrapartida, avalia e atende as demandas levantadas, mantendo os ativos atrativos e, por conseguinte, a continuidade dos investimentos.

Com esta compreensão, investigamos a atuação das instituições financeiras *dealers* no mercado de títulos públicos, a partir de duas variáveis principais: 1) o volume dos títulos adquiridos e 2) a frequência da participação no Demab e na Codip. Com relação ao volume e aos valores dos títulos em posse de cada instituição financeira *dealer*, cabe salientar que não foram localizados dados detalhados no sítio eletrônico do Bacen e do TN. Em resposta a solicitação realizada, o Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto afirmou se tratar de “Informação sigilosa de acordo com legislação específica”. Assim, optamos por investigar apenas a variável referente à frequência da participação das instituições financeiras *dealers* no Demab e na Codip, a partir das avaliações semestrais efetuadas pelos órgãos.

As avaliações realizadas consideram, entre outros, a articulação da instituição no mercado de títulos públicos, incluindo os mercados primário e secundário, e o volume das aquisições efetuadas. Dessa forma, mesmo não dispondo de dados referentes aos valores e volumes dos ativos adquiridos e em posse pelas instituições financeiras *dealers*, as avaliações do Bacen e da STN consideram essa variável para a continuidade do credenciamento.

A partir do número de avaliações positivas identificamos as instituições financeiras que atuaram por maior tempo como *dealers*. Conforme demonstrado, os principais *dealers* no período de 2003 a 2018 foram os bancos Bradesco, considerando a aquisição do HSBC Bank Brasil; Itaú Unibanco, considerando a fusão do Itaú com o Unibanco; Banco do Brasil e seu segmento de mercado; BTG Pactual, considerando o Pactual e o UBS Pactual; Caixa Econômica Federal; Santander (Brasil), considerando o Santander Banespa e o Santander; Votorantim; Citibank; e JP Morgan. A partir desta identificação, organizamos as avaliações positivas das instituições financeiras *dealers* em cada governo analisado, localizamos os bancos públicos e privados e verificamos a dinâmica de cada um no mercado de títulos públicos.

De modo geral, apenas no primeiro governo Lula e no primeiro governo Dilma houve a mesma quantidade de avaliações positivas para um banco privado e um banco público, sendo o Banco Bradesco e o Banco do Brasil. Nos demais governos, houve o predomínio do exercício da atividade pelos bancos privados, especialmente por um pequeno grupo formado pelos bancos Bradesco, Itaú Unibanco, Santander (Brasil) e BTG Pactual.

Por fim, constatando a existência de uma alta concentração nas atividades relacionadas ao mercado de títulos públicos por um pequeno grupo de grandes instituições financeiras, expomos, no próximo capítulo, as principais instituições financeiras atuantes no mercado de crédito como agentes financeiros intermediários do BNDES.

3. A RELAÇÃO DOS *DEALERS* COM O BNDES

A investigação e a análise das relações entre o Estado brasileiro e instituições financeiras por meio do exame da circulação do capital financeiro constituiu o objetivo basilar deste estudo. Neste escopo, após a identificação das instituições financeiras credenciadas junto ao Demab e à Codip como *dealers* do mercado de títulos públicos, auxiliando o Estado no financiamento dos seus déficits orçamentários e no refinanciamento da dívida pública, analisamos a atuação das instituições financeiras na captação e intermediação dos recursos do Estado no mercado de crédito como agentes intermediários do BNDES Indireto. Em outras palavras, num primeiro momento analisamos o fluxo financeiro que parte das instituições financeiras para o Estado e, neste segundo momento, investigamos o fluxo financeiro que parte do Estado para as instituições financeiras no processo de intermediação.

Observamos que o pequeno grupo de instituições financeiras pertencentes ao grupo de *dealers*, com alta concentração nas atividades envolvendo o mercado de títulos públicos, movimentaram também grande parte dos desembolsos do BNDES Indireto entre 2003 e 2018. Além de atuarem junto ao BNDES, tais instituições disponibilizaram recursos próprios e recursos oriundos da gestão de fundos diversos e de depósitos à longo prazo para empréstimos de modo amplo. Assim, considerando a atuação junto ao BNDES e a partir de recursos sob gestão própria, investigamos também a existência de concentração das atividades desenvolvidas no mercado de crédito num pequeno grupo de instituições financeiras.

Para expor a pesquisa realizada, fazemos uma breve contextualização da criação e inserção do BNDES na economia, e comentamos as transformações pelas quais o Banco foi submetido ao longo de sua trajetória. Discorremos sobre a importância da atuação dos agentes financeiros intermediários na consolidação das políticas destinadas ao desenvolvimento econômico e social que orientaram as ações do Banco e detalhamos a atuação das principais instituições financeiras identificadas como intermediárias dos desembolsos do BNDES.

Para tal, analisamos, a partir de cada governo, o porte das empresas de destino destes desembolsos, o setor de atuação das empresas contempladas e as taxas que incidiram sobre os agentes intermediários pela atividade realizada. Abordamos e analisamos a cobrança de *spread* bancário pelas instituições financeiras nos créditos livres e direcionados, destinados às pessoas físicas e jurídicas, e refletimos sobre os resultados líquidos obtidos por estas instituições. Por fim, trazemos algumas considerações finais do capítulo.

3.1. O BNDES E O SEU PERFIL DE INVESTIMENTOS

3.1.1. O contexto da criação e da inserção econômica do BNDES

O BNDES já se configurou como um dos principais instrumentos do governo federal para a implantação de políticas voltadas ao desenvolvimento econômico e social do país. Desde a sua criação, o Banco atuou em conjunto com diferentes projetos de governo no fomento de projetos e setores de interesse nacional. Fundado durante o governo de Getúlio Vargas (1951-1954), a partir da Lei nº 1.628, de 1952, vinculava-se ao Ministério da Fazenda e possuía autonomia administrativa e personalidade jurídica própria. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) tinha como orientação ser o órgão formulador e executor da política nacional de desenvolvimento econômico, no momento em que o país se apresentava como essencialmente agrário, exportador e dependente do superávit comercial. Dentre suas funções, o BNDE realizava análises econômicas, captação de recursos e a gestão financeira de investimentos em infraestrutura, estimulando a indústria nacional (SILVA, 2015, p. 74).

Durante a execução do Plano de Metas do governo de Juscelino Kubitschek (1956-1961), o Banco foi utilizado para o fomento do desenvolvimento de Brasília, da indústria automobilística e do setor energético brasileiro. Visando ao aumento do lastro do BNDE e da sua capacidade de investimentos na indústria nacional, o governo contraiu diversos empréstimos com bancos europeus e estadunidenses, incrementando a dívida externa do Brasil.

Na década de 1960, período inicial da ditadura civil-militar no Brasil, o Banco passou a ser controlado pelo Ministério do Planejamento, perdendo as funções de administração, planejamento e execução das políticas econômicas, e se restringindo ao financiamento do setor agropecuário nacional e das pequenas e médias empresas. No governo de Castelo Branco (1964-1967) foram criados, por exemplo, o Fundo de Financiamento para a Aquisição de Máquinas e Equipamentos, o Programa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas, o Fundo Agroindustrial de Reconversão, o Fundo de Desenvolvimento Técnico e Científico e o Fundo de Desenvolvimento da Produtividade, todos sob a gestão do BNDE.

Com a descentralização das atividades do BNDE e a criação de escritórios em São Paulo, Recife e Brasília no ano de 1964, o Banco passou a atuar também por meio de agentes credenciados para intermediar seus recursos ao prestatário final, aumentando o seu alcance e destinando grande parte dos aportes às empresas privadas nacionais. De acordo com Redivo (2011, p. 14), no início da década de 1960, 91,8% dos financiamentos foram destinados ao setor público. Já em 1969, 59,9% das aprovações de financiamento se destinaram ao setor privado.

Na década de 1970, período de maior repressão da ditadura civil-militar, vivenciou-se o chamado “milagre econômico” e o “choque do petróleo”. O Banco, transformado em empresa pública de direito privado com patrimônio próprio, segundo a Lei nº 5.662, de 1971, e destinado ao fomento da produção de insumos básicos e bens de capital, a fim de substituir as importações pela produção local, aumentar as exportações e equilibrar a balança de pagamentos, teve seu lastro aumentado com recursos advindos do Programa de Integração Social - Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS-PASEP). Assim, o BNDE, com suas características e vínculos com a União, se tornou um dos maiores bancos de desenvolvimento do Brasil e do mundo, ainda que a Resolução do Bacen nº 394, de 1976, definisse os bancos de desenvolvimento como instituições financeiras públicas não federais, na forma de sociedade anônima, com sede na Capital do Estado da Federação com controle acionário.

Com a criação do Fundo de Estímulo ao Desenvolvimento do Mercado de Capitais, no governo de Ernesto Geisel (1974-1979), o BNDE passou a atuar também no mercado de capitais. Vinculado ao Ministério do Planejamento e Coordenação-Geral, o Banco dispôs de flexibilidade na contratação de pessoal e maior liberdade nas operações de captação e aplicação de recursos. As subsidiárias Embramec, Fibase, Insumos Básicos e Ibrasa visavam, sobretudo, ao fortalecimento do setor privado e à ampliação das formas de capitalização das empresas brasileiras no exterior. Elas se fundiriam, em 1982, no BNDES Participações (BNDESPar).

A década de 1980 foi um período de baixo crescimento econômico do país e de aumento da inflação e da dívida pública. Tratou-se, de acordo com Redivo (2011, p. 17), do rompimento do longo ciclo de desenvolvimento da infraestrutura produtiva brasileira e do encerramento do período desenvolvimentista no Brasil. O BNDE perdeu espaço para os bancos privados, que aumentaram suas linhas de crédito e lucraram com o aumento da inflação e dos juros. Ainda que a queda na arrecadação do PIS-PASEP tenha diminuído a capacidade de financiamento do BNDE, impedindo a formulação de políticas de investimentos de longo prazo, o Banco continuou incentivando as indústrias nacionais visando o superávit na balança comercial que, por sua vez, seria destinado ao pagamento dos serviços da dívida externa.

Em decorrência da estagnação econômica vivenciada, o Banco passou a atuar também na contenção do crescimento das desigualdades sociais, realizando investimentos para o desenvolvimento social e urbano, e para a promoção da inclusão social. A agregação das novas finalidades ao Banco ocorreu durante o governo de João Figueiredo (1979-1985), com a criação do Fundo de Investimento Social. A Lei nº 1.940, de 1982, estabeleceu a administração do Fundo pelo Banco, modificou o seu nome para Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e reafirmou seu vínculo com a Secretaria de Planejamento da

Presidência da República. Neste período, foi criado também o Programa de Conservação do Meio Ambiente, com o intento de conter a poluição em áreas urbanas, industriais e rurais.

Durante o governo de Fernando Collor de Mello (1990-1992), o BNDES tornou-se o órgão responsável pelo suporte administrativo, financeiro e técnico do Programa Nacional de Desestatização (PND). Segundo Silva (2015, p. 75), o Banco perdeu a sua importância como banco de desenvolvimento, tendo em vista o alinhamento de suas funções à estabilização macroeconômica e à condução do programa de privatizações nos governos Fernando Collor de Mello, Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso. O Banco direcionou parte de seus recursos, como os créditos de longo prazo, às operações do PND, tornando-se a principal fonte de financiamento das aquisições e atuando como *funding*²⁶ financeiro das empresas privatizadas.

Segundo Silva (2015, p. 75), o BNDES retomou o papel de banco de desenvolvimento nos governos Lula (2003-2011), intensificando os investimentos nos setores ligados à inovação, à sustentabilidade, às micros, pequenas e médias empresas (MPMEs) e o apoio à internacionalização de empresas brasileiras. Nesse período, o Banco, vinculado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, compôs o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), apoiando os setores de infraestrutura energética, de transporte e de saneamento urbano. Assim, durante os governos petistas, os desembolsos do BNDES passaram de R\$ 46,98 bilhões, em 2005, para R\$ 190,4 bilhões em 2013 (SILVA, 2015, p. 75).

Diante das consequências da crise do sistema financeiro internacional de 2008, o governo Lula atuou junto ao BNDES para o aquecimento da economia e do mercado de crédito, frente à estagnação econômica e ao represamento de recursos financeiros pelos bancos privados. O Programa de Sustentação do Investimento (PSI) de 2009, constituindo carteira específica do Banco, contou com o repasse do TN ao BNDES de R\$ 532 bilhões, sendo parte entregue na forma de títulos públicos. O BNDES-PSI utilizou taxas de juros equalizadas pelo TN, ou seja, com parte dos juros contratuais coberto pelo TN, e se destinou ao setor industrial, de bens de capital, de exportações e de inovação. O governo também forçou a queda dos juros praticados no mercado, baixando os juros dos bancos públicos, aumentando a competitividade destes no mercado de crédito (SILVA, 2015, p. 76).

Lançado durante o segundo governo Lula, o PAC 2 visou atingir áreas de alta sensibilidade social, como os empreendimentos ligados à moradia e à saúde. Neste período, o BNDES se destacou como um importante provedor de recursos às MPMEs, especialmente pelo BNDES Automático e pelo Cartão BNDES. O segmento se expandiu e os investimentos

²⁶ *Funding* financeiro refere-se à fonte de captação de recursos para a realização de outros investimentos.

envolvendo pessoas físicas e jurídicas aumentaram 91%, totalizando R\$ 45,7 bilhões e correspondendo a 27% das liberações totais do BNDES no ano de 2010.

Nos governos Dilma (2011-2016) acentuaram-se as buscas por alternativas para o desenvolvimento num contexto de globalização. Em 2009, o BNDES havia instalado um escritório na América do Sul, em Montevidéu, e outro na Europa, em Londres. No ano de 2013, um novo escritório foi instalado na África, em Joanesburgo. Houve aumento dos aportes do BNDES aos empreendimentos destinados ao desenvolvimento de infraestrutura fora do país, em continuidade à política econômica externa dos governos Lula. Empresas como Odebrecht, Andrade Gutierrez, Queiroz Galvão, entre outras, participaram destas operações.

Após o impeachment de Dilma em 31 de agosto de 2016, o governo Temer (01/09/2016-2019) estabeleceu a devolução antecipada de R\$ 280 bilhões em títulos públicos e fundos pelo BNDES ao TN, visando conter a elevação da DPMFi. A devolução reduziu a capacidade de financiamento do Banco à metade dos recursos de empréstimos nas duas décadas anteriores. A Lei nº 13.483, de 2017, ao acabar com Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), fixada abaixo dos juros praticados no mercado, e substituí-la pela Taxa de Longo Prazo (TLP)²⁷, encareceu o crédito ofertado pelo BNDES e diminuiu sua concorrência com os bancos privados. Nesse interim, o BNDES deixa de se figurar como um instrumento do governo para aplicação da política de crédito e para o desenvolvimento econômico e social, para se tornar um “[...] “banco de serviços” dos governos das três esferas, elaborando projetos e coordenando privatizações de estatais, concessões e parcerias público-privadas”, nas palavras de Gustavo Montezano, ex-sócio e diretor do banco BTG Pactual e presidente do BNDES na data da publicação do Estadão, realizada em 30 de setembro de 2019.

Atualmente, o BNDES possui duas empresas que compõe o Sistema BNDES, sendo o BNDESPar, sociedade por ações com registro de companhia aberta na Comissão de Valores Mobiliários, e o BNDES Finame, empresa pública federal criada em 1966, constituída sob a forma de sociedade anônima e responsável pela gestão do Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos Novos. O BNDES PLC, instalada em Londres para apoiar empresas brasileiras no processo de internacionalização, pertencente ao Sistema BNDES, foi transformada em BNDES Limited em junho de 2017, e encontra-se em processo de dissolução, segundo nos informou o Banco.

²⁷ A TLP é calculada a partir de dois parâmetros: a meta de inflação calculada para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa e mais um prêmio de risco. Segundo o BNDES, para uma transição mais suave da TJLP para a TLP, foi estabelecido que: a) há um fator de redução da taxa de juro real da NTN-B de cinco anos, denominado alfa (α). Este fator é válido por um ano e sobe progressivamente até 2023, quando a TLP-Pré igualará a taxa de juro real da NTN-B; e b) em 1º de janeiro de 2018, a primeira TLP seria igual à TJLP vigente na data.

Os recursos que compõem o lastro do Banco na sustentação dos financiamentos de longo prazo são o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), o PIS-PASEP e o TN. Outros recursos são provenientes do Fundo de Marinha Mercante, do Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS), da captação de recursos no exterior provenientes de organismos multilaterais, da emissão de títulos no mercado externo, das debêntures emitidas pelo BNDESPar, das operações compromissadas e das Letras de Crédito do Agronegócio, com as devidas regras e proporções estabelecidas pela Lei nº 13.483, de 2017.

Por fim, ainda que este exercício de contextualização tenha sido breve, é possível verificar, por meio dele, os diferentes papéis atribuídos ao BNDES desde a sua criação, seja dando suporte às políticas desenvolvimentistas adotadas, especialmente pelos governos militares, seja atuando como agente do Estado nos processos de privatização das empresas estatais, especialmente nos governos Collor, FHC e Temer, ou ainda, dando ênfase ao desenvolvimento econômico e social do país, em especial durante os governos de Lula e Dilma.

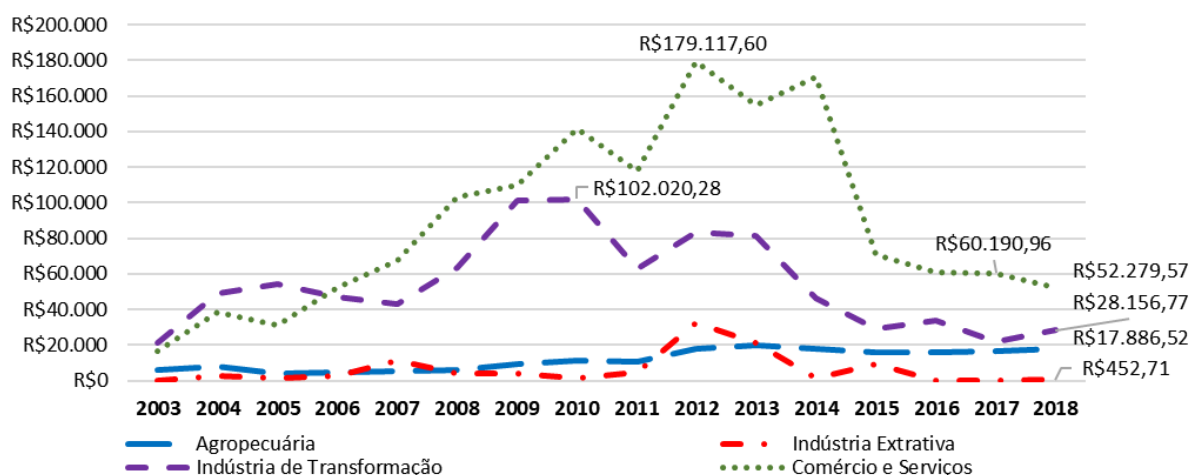
Para a continuidade desta exposição, expomos a investigação realizada sobre o perfil dos aportes do BNDES, verificando o setor da economia fomentado, a distribuição dos recursos de acordo com o porte das empresas e as diferentes linhas de financiamento.

3.1.2. Perfil dos aportes do BNDES

A fim de possibilitar a compreensão dos setores produtivos fomentados pelas ações do BNDES entre 2003 e 2018, o gráfico abaixo, elaborado a partir dos dados obtidos na Central de Downloads no sítio eletrônico do Banco, ilustra os desembolsos efetuados de acordo com a classificação do Código Nacional de Atividades Econômicas (CNAE), ou seja, a partir da classificação oficial adotada pelo Sistema Estatístico Nacional do Brasil e pelos órgãos públicos gestores de registros administrativos e demais instituições do Brasil. Como instrumento destinado à padronização nacional dos códigos de atividade econômica e dos critérios de enquadramento utilizados pelos diversos órgãos da Administração Tributária do Brasil, o CNAE é utilizado para classificar empresas públicas e privadas, organismos públicos e privados, instituições sem fins lucrativos e agentes autônomos.

Como optamos por investigar e analisar a aplicação do capital de empréstimo, como capital portador de juros, a ilustração a seguir não considera os valores não reembolsáveis, ou seja, os recursos não devolvidos ao BNDES. Segundo o Banco, os recursos não reembolsáveis são destinados aos investimentos sociais e culturais, aos programas e projetos de ensino e pesquisa, sendo de natureza científica ou tecnológica, e aos estudos técnicos para estruturação de projetos que promovam o desenvolvimento do país e à preservação do meio ambiente.

Gráfico 33 - BNDES - Investimento por setor CNAE (2003-2018) - Em R\$ Milhões



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Consultas ao Sistema BNDES, em 08/07/2019. Elaboração Própria.

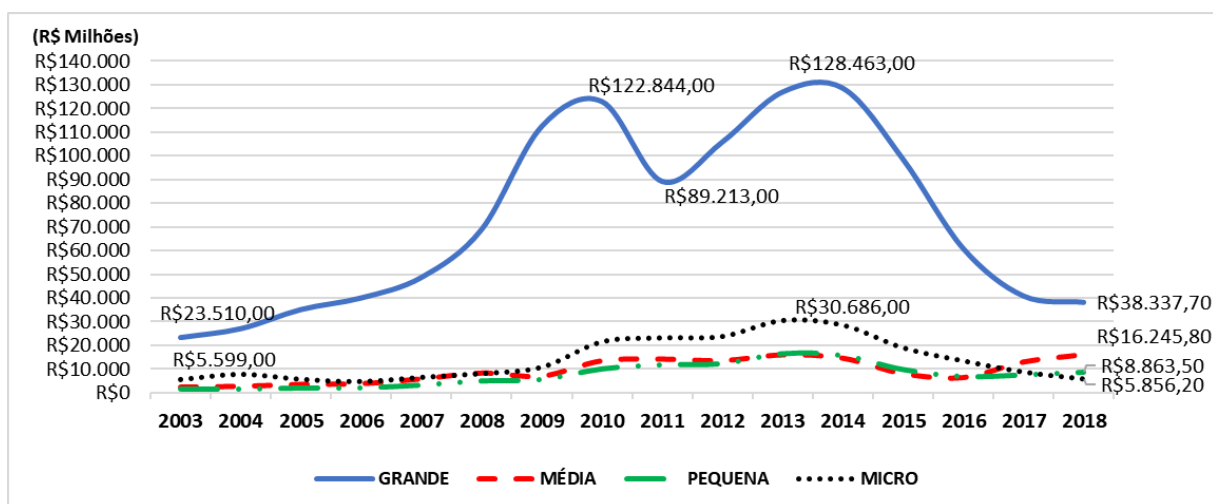
Conforme o gráfico, o setor Comércio e Serviços, que inclui os subsetores saneamento, alojamento, alimentação, construção, educação, eletricidade e gás, transporte e comunicação, e o setor Indústria de Transformação, que inclui os subsetores fabricação de bebidas, borracha e plástico, papel, vestuários, couro, equipamentos de informática e eletrônicos, farma químicos, máquinas e equipamentos, foram alavancados entre 2009 e 2014, especialmente beneficiados com aumento da capacidade de investimentos do BNDES com os recursos do TN via títulos públicos emitidos ao Banco durante o segundo governo Lula, conforme apontado. Após 2014, houve queda dos aportes direcionados aos setores Comércio e Serviços e Indústria de Transformação, ainda que tenham se mantido como principais destinos dos fomentos do BNDES. O setor Agropecuária²⁸ teve o fluxo de financiamentos relativamente estável, e o setor Indústria Extrativa passou por oscilações, com maior fluxo de financiamento em 2012. Assim, de modo geral, houve a predominância do setor Comércio e Serviços nos fomentos realizados pelo BNDES, especialmente a partir de 2006. Antes, no entanto, a maior parte dos recursos foi destinada ao setor Indústria de Transformação.

Além da análise dos investimentos por setor CNAE, consideramos importante investigar o porte das empresas fomentadas pelo Banco entre 2003 e 2018. Segundo o BNDES, microempresas são àquelas que possuem receita operacional bruta anual menor ou igual a R\$ 360 mil, as pequenas empresas possuem receita maior que R\$ 360 mil e menor ou igual a R\$ 4,8 milhões, as empresas de médio porte possuem receita maior que R\$ 4,8 milhões e menor

²⁸ Ainda que os subsetores relacionados à Agropecuária e à Indústria Extrativa sejam especificados pelo CNAE, nas bases de dados do BNDES não foram encontrados tais detalhamentos.

ou igual a R\$ 300 milhões, e as empresas de grande porte possuem receita maior que R\$ 300 milhões. De acordo com o gráfico abaixo, o BNDES destinou maior quantidade dos seus desembolsos às grandes empresas, ultrapassando R\$ 128 bilhões em 2014, e, em segundo lugar, às microempresas, passando dos R\$ 30 bilhões em 2013.

Gráfico 34 - BNDES - Desembolsos por porte das empresas (2003-2018) - Em R\$ Milhões



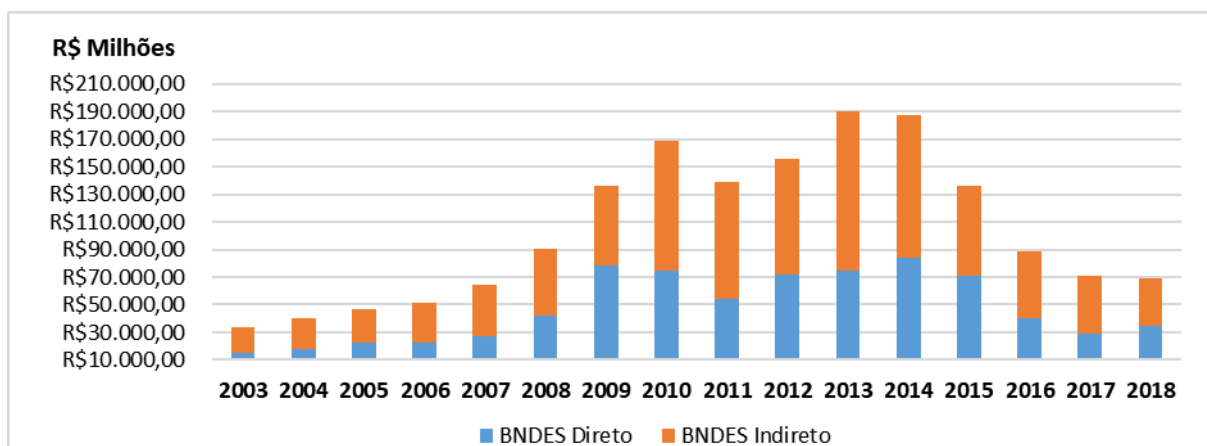
Fonte: BNDES. Central de Downloads. Consultas ao Sistema BNDES, em 08/07/2019. Elaboração Própria.

Ainda que se verifique a importância das microempresas durante os governos Lula e Dilma, estas se tornam a última prioridade do BNDES no governo Temer. No início do período investigado, os desembolsos foram destinados especialmente às grandes e microempresas. Ao final, verificamos o destino dos desembolsos principalmente às grandes e médias empresas.

Analisando as formas de apoio do BNDES, especificamente o BNDES Direto, onde o Banco concede os empréstimos diretamente ao cliente final, e o BNDES Indireto automático e o não automático, onde o Banco atua por meio de agentes intermediários, verificamos que parte considerável das operações do Banco ocorreu a partir do BNDES Indireto. Importante mencionar que, como o Banco não possui agências físicas, a disponibilização de grande parte de seus desembolsos ocorre com o auxílio de instituições financeiras públicas e privadas credenciadas como agentes financeiros intermediários, possibilitando, deste modo, maior alcance aos projetos, empresas e empreendimentos pelos diversos municípios brasileiros.

A partir da investigação dos dados publicados pelo Banco, elaboramos um gráfico contendo os valores dos desembolsos realizados pelo BNDES, considerando o BNDES Direto e o BNDES Indireto, incluindo as modalidades automático e não automático, entre 2003 e 2018.

Gráfico 35 - BNDES Direto e BNDES Indireto (2003-2018) - Em R\$ Milhões



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma direta e indireta não automática, em 05/09/2019. Elaboração Própria.

Nas operações envolvendo o BNDES Indireto, os agentes financeiros intermediários se responsabilizaram pela negociação das condições de pagamento, prazos e garantias, dentro do conjunto de regras e limites estabelecidos pelo BNDES. Cada instituição credenciada intermediou as ofertas de crédito, a partir de um grupo de produtos do Banco que melhor se adequou ao perfil de sua carteira de clientes. Por terem assumido os riscos das operações, foram autorizadas pelo Bacen para incluir no custo final do crédito uma taxa de *spread* bancário. Segundo o Bacen, esta taxa, consistindo na remuneração do agente credenciado, é determinada em função de critérios próprios da instituição no momento da operação de intermediação, e seu valor é negociado entre a instituição financeira credenciada e o cliente.

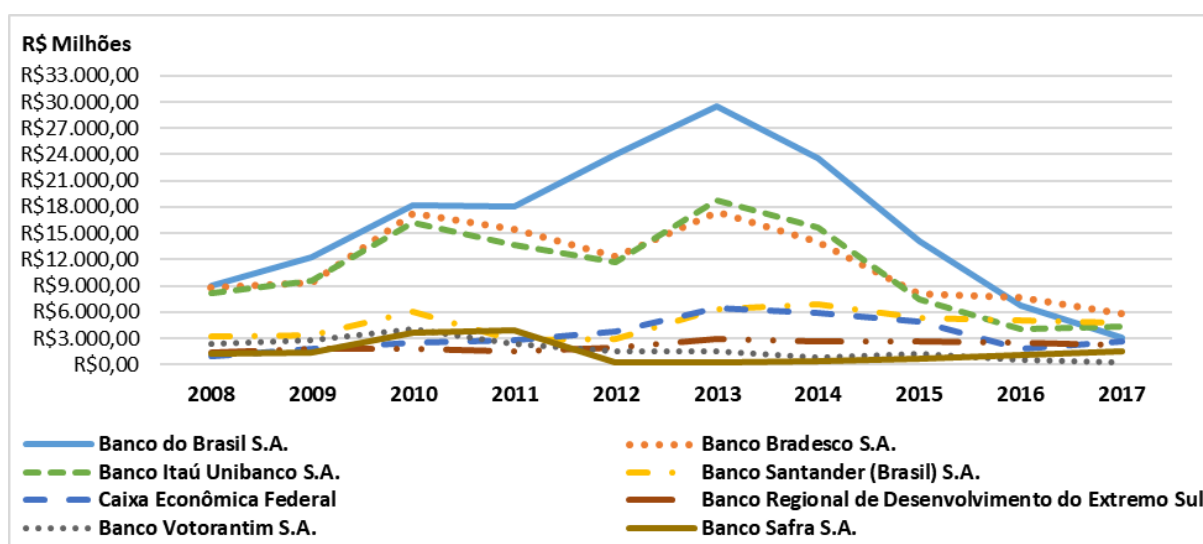
Além de cobrir os custos e riscos inerentes da atividade, como os administrativos, a tributação e a inadimplência, por exemplo, o *spread* bancário proporciona margem de lucro às instituições financeiras e funciona como incentivo ao exercício da atividade de intermediação. Dessa forma, ao atuarem como intermediários e sobretaxarem o capital de empréstimos do BNDES, as instituições financeiras credenciadas se apropriaram de parte do lucro dos setores produtivos fomentados, realizado na esfera da circulação, sem necessariamente retorná-lo a sua origem como capital produtivo, e sem envolver seus próprios recursos nestas transações.

As operações do BNDES Indireto automático incluem as linhas: BNDES Projeto de Investimento, BNDES Emergencial, BNDES Crédito Pequenas Empresas, BNDES Crédito Médias Empresas, BNDES Crédito Caminhoneiro, BNDES MPME Inovadora. Os empréstimos podem ser solicitados por empresas sediadas no país, empresários individuais (pessoa jurídica), produtores rurais (pessoa física), fundações e associações, consórcios e condomínios que exerçam atividade produtiva, e não podem ultrapassar R\$ 150 milhões, exceto para aquisição isolada de máquinas e equipamentos, sem necessitar de análise e aprovação prévias do Banco.

Já no BNDES Indireto não automático, cada operação é individualmente avaliada e aprovada pelo BNDES e o valor mínimo do crédito dever ser de R\$ 10 milhões. Isto posto, entendemos que existe maior probabilidade de autonomia dos agentes financeiros intermediários na modalidade automático e menor probabilidade de autonomia na modalidade não automático.

O gráfico abaixo demonstra as 10 principais instituições financeiras credenciadas pelo Banco como agentes financeiros intermediários, bem como os valores movimentados nas operações do BNDES Indireto entre 2008 e 2017. Ainda que não tenham sido localizados no sítio eletrônico do Banco durante este estudo os dados referentes ao período de 2003 a 2007 e de 2018, a análise dos dez anos a seguir auxiliam na identificação dos principais agentes financeiros intermediários e dos valores intermediados por estes.

Gráfico 36 - BNDES - BNDES Indireto e Desembolsos por agente financeiro (2008-2017) - Em R\$ Milhões



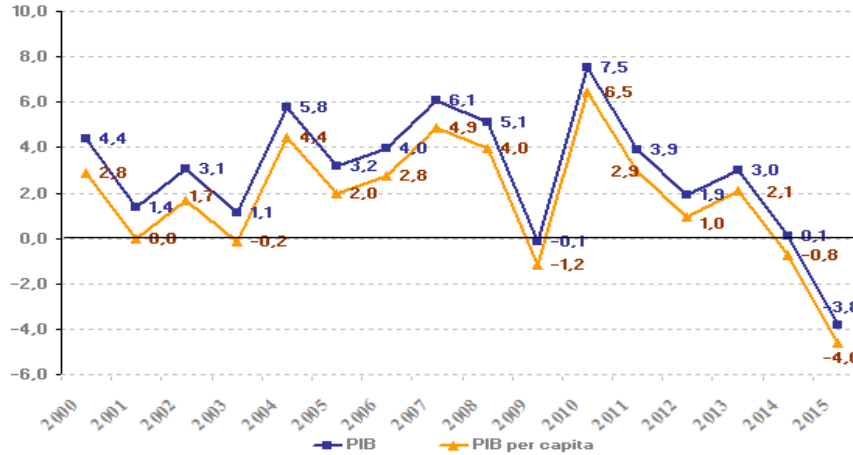
Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma direta e indireta não automática, em 05/09/2019. Elaboração Própria.

Como mencionado, as principais instituições financeiras credenciadas pelo BNDES se destacaram também como as principais instituições financeiras *dealers* do mercado de títulos públicos, sendo os bancos do Brasil, Bradesco, Itaú Unibanco, Santander (Brasil) e Caixa Econômica Federal. O Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul não pertenceu ao grupo de *dealers* no período. Conforme aponta o gráfico, o Banco do Brasil se destacou em 2013 ao articular cerca de R\$ 30 bilhões. Os bancos Itaú Unibanco e Bradesco, também em posição de destaque, articularam respectivamente R\$ 18 bilhões e R\$ 17 bilhões no mesmo ano.

O aumento do volume articulado em 2011 e a queda verificada a partir de 2013 pode estar relacionada às políticas econômicas do primeiro governo Dilma que, diante da queda do

Produto Interno Bruto (PIB) e do PIB Per Capita entre 2010 a 2012, estimularam a economia via BNDES. Mesmo com a melhora destes índices entre 2012 e 2013, a estratégia pareceu sem sustentação, despencando os recursos do BNDES, bem como o PIB e o PIB Per Capita.

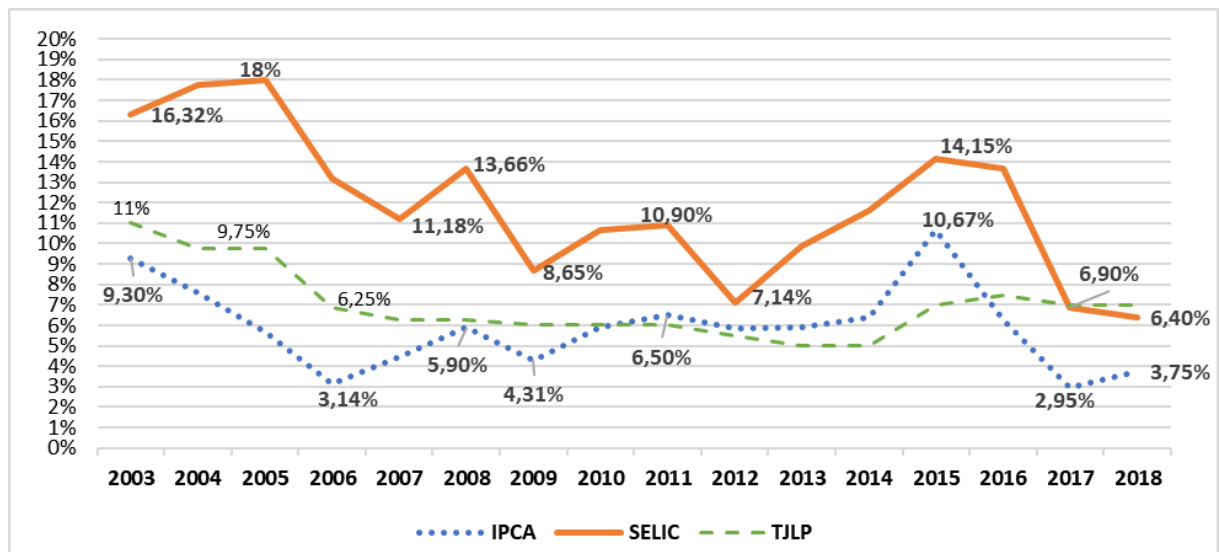
Gráfico 37 - IBGE - PIB e PIB Per Capita. Taxa (%) de crescimento anual (2000-2015)



Fonte: IBGE.

As taxas que incidiram sobre os recursos e que foram aplicadas aos agentes financeiros intermediários pelo BNDES foram a Taxa Selic, a TJLP - substituída pela TLP no governo Temer -, o IPCA, a Taxa Fixa, a US\$/Cesta e demais variações no período. Trata-se do custo de captação do recurso em sua origem, no qual incide a taxa de *spread* bancário antes de alcançar o cliente final. O gráfico abaixo demonstra a evolução das principais taxas aplicadas aos agentes intermediários pelo BNDES, ou seja, da Taxa Selic, do IPCA e da TJLP.

Gráfico 38 - BRASIL - Variação do IPCA, Taxa Selic e TJLP (2003-2018) - Em % a.a.



Fonte: IBGE, Bacen e BNDES. Elaboração Própria.

A TJLP caracterizou-se, até 2017, por ser inferior aos juros praticados pelos bancos comerciais e à taxa básica de juros na economia, a Taxa Selic, sendo especialmente aplicada pelo BNDES como incentivo aos projetos destinados à criação de empresas e à viabilização de planos tecnológicos inovadores. O CMN, responsável por estabelecer a TJLP, utilizava-se das metas de inflação acumulada em doze meses como parâmetro para a sua definição. Dada a participação do Ministro da Fazenda, do Ministro de Planejamento, Orçamento e Gestão e do presidente do Bacen no CMN, podem ter ocorrido pressões políticas a favor da substituição da TJLP pela TLP, nivelando-a com as taxas de juros praticadas no mercado.

Dando continuidade a esta exposição, refletimos, a seguir, sobre o papel dos agentes financeiros intermediários e apresentamos um quadro geral dos valores desembolsados pelo BNDES Indireto automático e não automático entre 2003 e 2018. Na sequência, organizamos a exposição a partir de cada governo que compôs o período do estudo, demonstrando a proporção dos desembolsos do BNDES Indireto movimentado pelos agentes financeiros intermediários também identificados como principais *dealers* do mercado de títulos públicos e pelos agentes financeiros intermediários não identificados no grupo dos principais *dealers*. Incluímos informações sobre o destino dos desembolsos, como o porte das empresas beneficiadas, os setores CNAE fomentados e as taxas aplicadas pelo BNDES aos agentes.

3.2. DEALERS COMO AGENTES FINANCEIROS INTERMEDIÁRIOS DO BNDES

3.2.1. O que são os agentes financeiros intermediários?

Grosso modo, os intermediários financeiros são instituições financeiras que realizam a captação de recursos junto às unidades econômicas superavitárias, os investidores, e os repassam às unidades econômicas deficitárias, os tomadores de empréstimos. Movimentando o capital, os intermediários financeiros, por um lado, satisfazem as necessidades de rendimentos dos investidores e, por outro lado, satisfazem as necessidades imediatas dos prestatários.

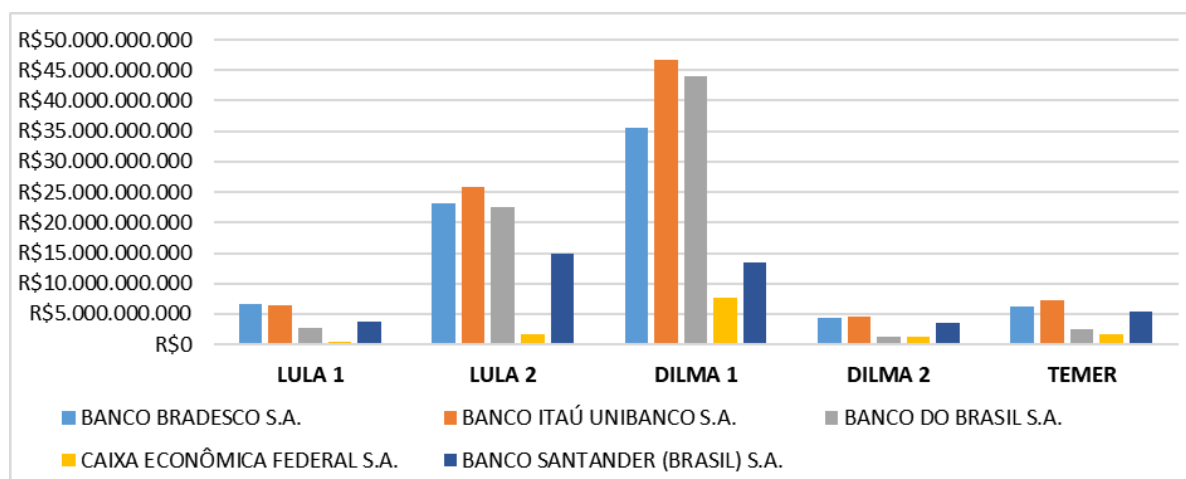
Para Carneiro (2019b, p. 6), os intermediários financeiros constituem a maior expressão da financeirização, pois centralizam grandes massas de riqueza financeira e proporcionam elasticidade ao sistema via crédito, detendo o controle, a centralização e a valorização do capital. Em outras palavras, os intermediários financeiros, no controle de grandes massas de capital, conseguem definir a morfologia dos investimentos, criando zonas geográficas e econômicas, além de controlarem a velocidade e a intensidade da valorização fictícia do capital. Como abordaremos adiante, trata-se do exercício da hegemonia financeira.

De acordo com o autor, a abertura e a desregulação financeira ampliam a massa de capital sob controle dos intermediários financeiros, especialmente em função dos processos de mercantilização da proteção social, o que inclui a aposentadoria, a saúde e a educação, por exemplo. Na ampliação da concentração dessa massa de riqueza encontram-se os fundos livres, os fundos mútuos e os fundos de pensão, e a necessidade do desenvolvimento de uma gestão especializada, com diversos profissionais, diferentes formas de trabalho e interesses.

Reconhecendo esta diversidade, o BNDES usa seu Código de Ética para orientar as ações de seus intermediários, incluindo o controle de conflitos de interesse pelo Banco; o respeito à diversidade; o respeito à legislação e aos compromissos, como a transparência e a prestação de contas; a integridade no combate a fraudes, lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo; a manutenção de um bom relacionamento; o respeito às regras de hospitalidade e urbanidade; a observação às normas para o recebimento de presentes e brindes; o uso de informações apenas para casos previstos em lei; o respeito às regras de representação do BNDES; a utilização de canais de diálogos e denúncias. Além do código, avisos, circulares e comunicados também são utilizados pelo Banco na coordenação da atividade de intermediação.

Como o BNDES não possui agências físicas, a atuação dos intermediários financeiros proporciona a distribuição dos recursos, o acesso ao crédito do BNDES e a aplicação das políticas de crédito do país, como mencionado. Dentre os agentes intermediários do BNDES Indireto automático, as cinco principais instituições financeiras entre 2008 e 2017 foram os bancos Bradesco, Itaú Unibanco, Santander (Brasil), do Brasil e a Caixa Econômica Federal. O gráfico a seguir apresenta os valores intermediados do BNDES, entre 2003 e 2017, pelas instituições citadas, a partir de cada governo analisado neste estudo.

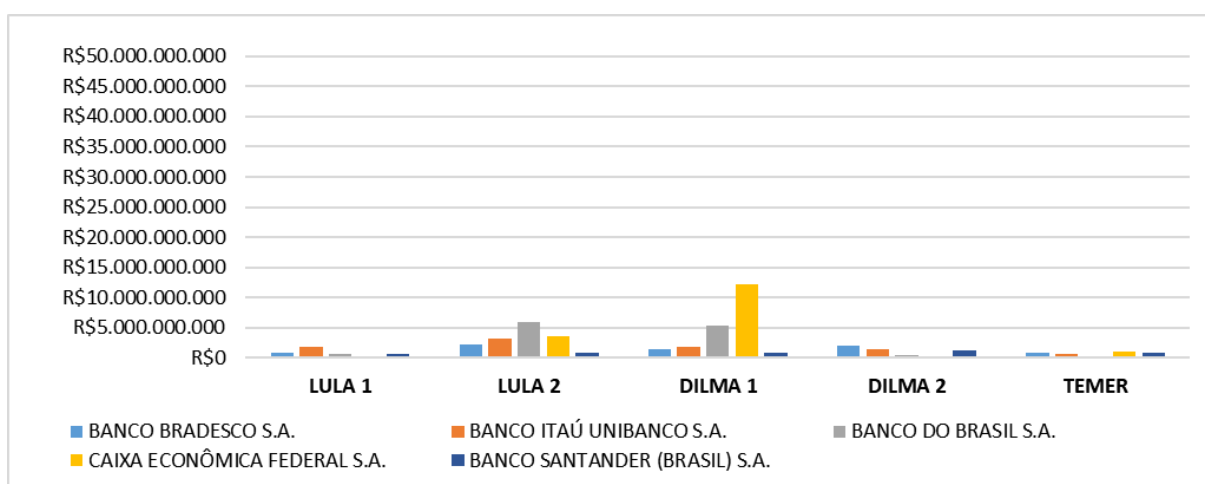
Gráfico 39 - BNDES - Desembolsos via BNDES Indireto automático (2003-2018) - Por governo - Em R\$



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta automática. Elaboração Própria.

Como é possível observar, houve maior disponibilização dos recursos do BNDES Indireto automático aos agentes financeiros intermediários no segundo governo Lula e no primeiro governo Dilma. Os bancos Itaú Unibanco, Bradesco e do Brasil predominaram durante o segundo governo Lula e o primeiro governo Dilma, enquanto os dois primeiros mais o Santander predominaram nos demais governos. A Caixa Econômica Federal foi o banco que registrou menor participação na modalidade. O gráfico a seguir contém dados referentes ao volume movimentado pelos agentes financeiros intermediários do BNDES Indireto não automático. Para fins de comparação, foi mantida a mesma escala de valores.

Gráfico 40 - BNDES - Desembolsos BNDES Indireto não Automático (2003-2018) - Por governo - Em R\$



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração Própria.

Diferentemente do ocorrido no BNDES Indireto automático, na modalidade não automática destacaram-se a Caixa Econômica Federal, mais mobilizada pelo primeiro governo Dilma, e o Banco do Brasil, mais mobilizado pelo segundo governo Lula e primeiro governo Dilma. Com relação aos bancos privados, houve maior intermediação dos bancos Itaú e Bradesco pelo segundo governo Lula, quando em comparação com os demais governos. Já o volume dos desembolsos foi maior na modalidade BNDES Indireto automático, ou seja, nas operações onde não há a necessidade de análise e aprovação prévias do BNDES, e menor nas operações onde há ação direta do Banco. Para possibilitar maior compreensão sobre a distribuição destes recursos ao longo dos anos, organizamos a exposição em governos.

3.2.2. BNDES Indireto automático

3.2.2.1. Governo Lula 1 (2003 a 2006)

Durante o primeiro governo Lula, 94 instituições financeiras foram credenciadas como agentes financeiros intermediários nas operações do BNDES Indireto automático, conforme dados disponibilizados na Central de Downloads do sítio eletrônico do Banco. O gráfico a seguir apresenta a proporção dos desembolsos intermediados pelos agentes, conforme a classificação de principais *dealers* e outros agentes no período.

Gráfico 41 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto automático - Agentes financeiros intermediários - Principais *dealers* e outros (Governo Lula 1) - Em %

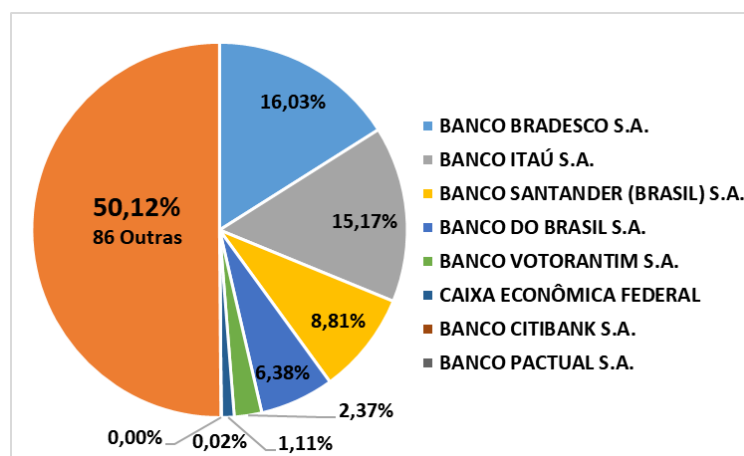


Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração Própria.

Das 94 instituições financeiras credenciadas para operar como agentes financeiros intermediários do BNDES, as oito principais também pertenceram ao rol dos principais *dealers* do mercado de títulos, movimentando juntas 49,88% dos desembolsos do BNDES Indireto automático. As demais 86 instituições financeiras credenciadas movimentaram juntas 50,12% dos valores desembolsados pelo Banco no período. Desse modo, podemos observar que a alta concentração da atividade financeira em um pequeno grupo de instituições financeiras, além de ser verificada no mercado de títulos públicos, também é observada no mercado de crédito que envolve a circulação dos recursos do BNDES Indireto na modalidade analisada.

Considerando as principais instituições financeiras intermediárias credenciadas pelo BNDES Indireto automático no período e os valores descritos nos relatórios publicados pelo Banco, elaboramos o gráfico abaixo para demonstrar a proporção intermediada por cada agente considerado, sobre o total dos valores intermediados.

Gráfico 42 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 1) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração Própria.

Os bancos Bradesco, Itaú e Santander (Brasil) foram os principais intermediários dos desembolsos do BNDES Indireto automático, movimentando 40,01% do montante. Já a parcela articulada pelos bancos públicos, por meio do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, representou 8,75% deste montante. Abaixo, exibimos uma tabela contendo os valores intermediados pelos agentes analisados, a porcentagem sobre o total articulado pelos principais *dealers* e a porcentagem acumulada sobre este total, além da porcentagem sobre o total articulado por todas as instituições credenciadas e a porcentagem acumulada sobre o total geral.

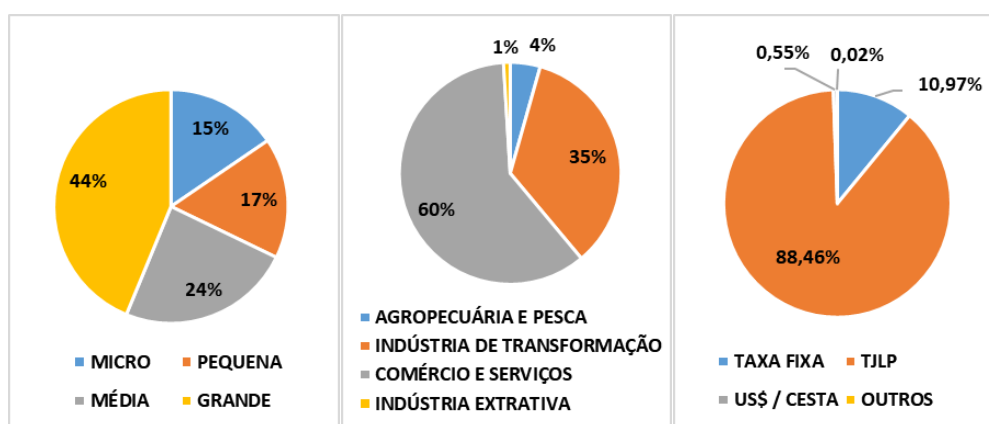
Tabela 2 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 1)

BNDES INDIRETO AUTOMÁTICO					
<i>Dealers/Agentes financeiros intermediários</i>	R\$	% sobre os <i>dealers</i>	% acumulado sobre <i>dealers</i>	% sobre o total geral	% acumulado sobre total geral
Banco Bradesco	6.694.465.770,00	32,14	32,14	16,03	16,03
Banco Itaú	6.334.202.948,00	30,41	62,55	15,17	31,20
Banco Santander (Brasil)	3.677.311.143,00	17,65	80,20	8,81	40,00
Banco do Brasil	2.664.782.701,00	12,79	92,99	6,38	46,38
Banco Votorantim	987.818.214,00	4,74	97,73	2,37	48,75
Caixa Econômica Federal	461.690.342,00	2,22	99,95	1,11	49,86
Banco Citibank	10.107.122,00	0,05	100,00	0,02	49,88
Banco Pactual	85.292,00	0,0004	100,00	0,00	49,88
Total Dealers (oito)	20.830.378.240,00	100,00	---	49,88	---
Total Outras (86)	20.930.604.598,81	---	---	50,12	---
TOTAL GERAL (94)	41.760.982.838,81	---	---	100,00	---

Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração Própria.

Como é possível observar, houve significativa participação na movimentação dos desembolsos do BNDES Indireto automático pelos agentes analisados, sendo que os bancos Bradesco, Itaú e Santander (Brasil) intermediaram juntos 80,2% da proporção movimentada pelo conjunto de *dealers*. Investigando o destino dos desembolsos, elaboramos os gráficos abaixo contendo informações sobre o porte das empresas beneficiadas, o setor CNAE referente, e as taxas aplicadas aos agentes intermediários pelo BNDES.

Gráfico 43 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Principais *dealers*/Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros - (Governo Lula 1)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração Própria.

No período, as grandes e médias empresas foram as mais beneficiadas, especialmente aquelas ligadas ao setor Comércio e Serviços e Indústria de Transformação. A TJLP foi a mais utilizada no período, variando de 11% em 2003, para 6,85% em 2006. A Taxa Fixa, segunda mais utilizada, variou de 2% para 28,2% no período, dependendo dos acordos entre BNDES e agentes financeiros intermediários.

Importante mencionar que a taxa de juros aplicada ao cliente final, diferente da taxa aplicada pelo BNDES aos agentes financeiros intermediários, é produto da equação: Taxa de juros ao cliente = Fator de custo x Fator Taxa do BNDES x Fator Taxa do Agente -1. O Fator de custo e o Fator Taxa do BNDES representam os custos gerais a serem repassados aos intermediários. Já a Taxa do Agente, ou seja, a taxa de *spread* bancário cobrado sobre os empréstimos, é determinada pelas instituições financeiras em cada operação.

Como não foram localizadas informações sobre a definição de limites pelo BNDES sobre a Taxa do Agente nos apoios indiretos do Banco, acreditamos que estes possam ser definidos em função da dinâmica da concorrência com os demais agentes credenciados e em função do volume das operações consideradas no processo de credenciamento como agentes intermediários do BNDES. No entanto, mesmo encontrando dificuldades na apresentação de

dados detalhados sobre os valores dos *spreads*, exibimos, mais adiante neste capítulo, dados sobre a evolução do *spread* médio das operações de crédito no Brasil.

Analisando a atuação de cada instituição financeira credenciada, também *dealer* no período, expomos um conjunto de gráficos considerando o porte das empresas beneficiadas, o setor CNAE, e as taxas aplicadas aos agentes pelo BNDES.

Gráfico 44 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Bradesco (2003-2006)

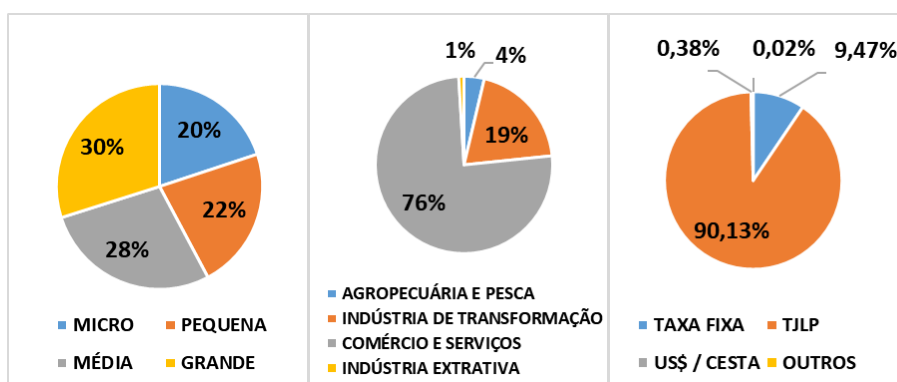


Gráfico 45 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Itaú Unibanco (2003-2006)

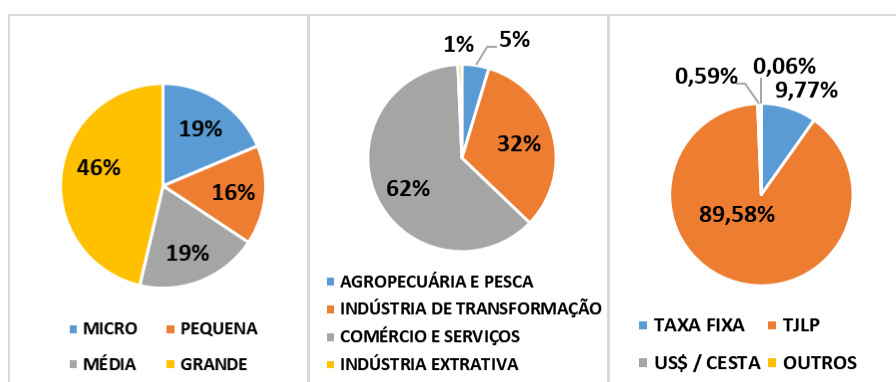


Gráfico 46 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Santander (2003-2006)

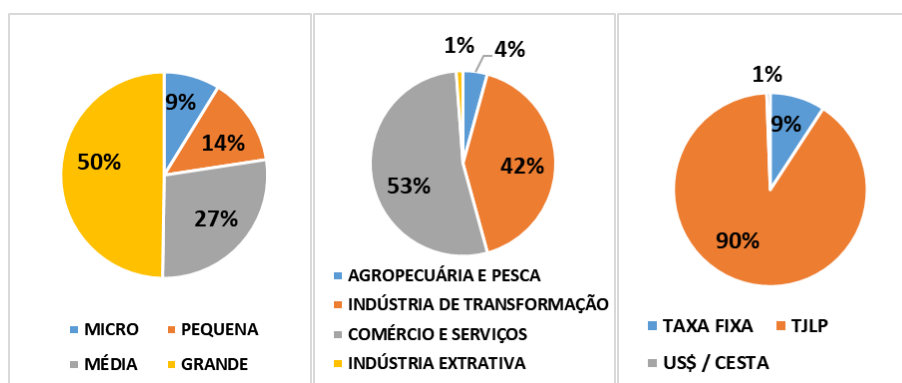


Gráfico 47 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco do Brasil (2003-2006)

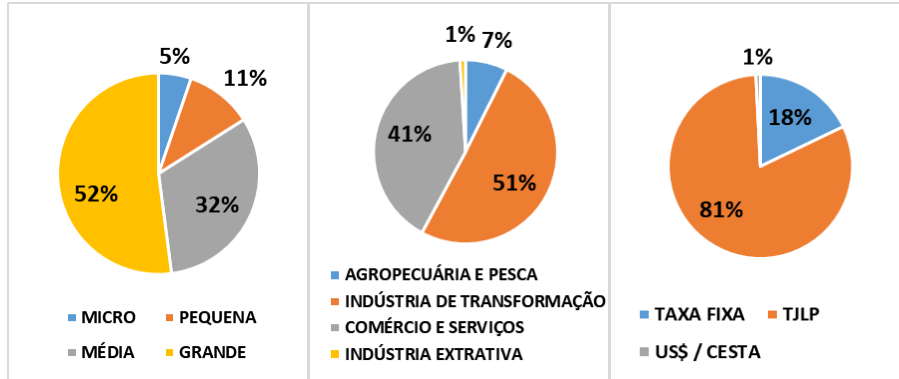


Gráfico 48 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Votorantim (2003-2006)

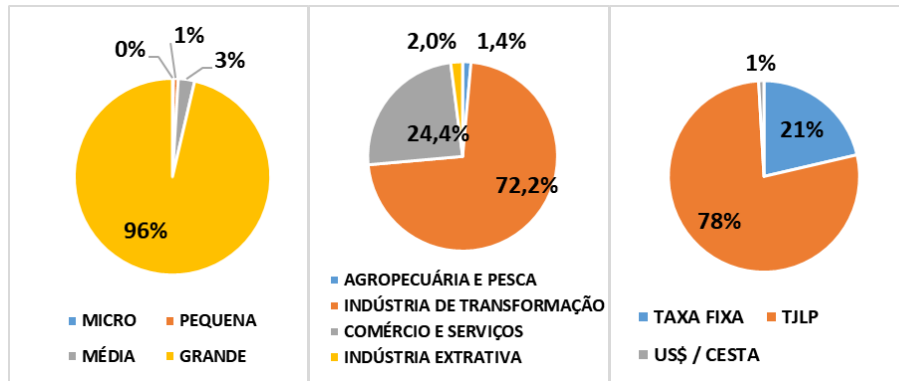


Gráfico 49 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Caixa Econômica (2003-2006)

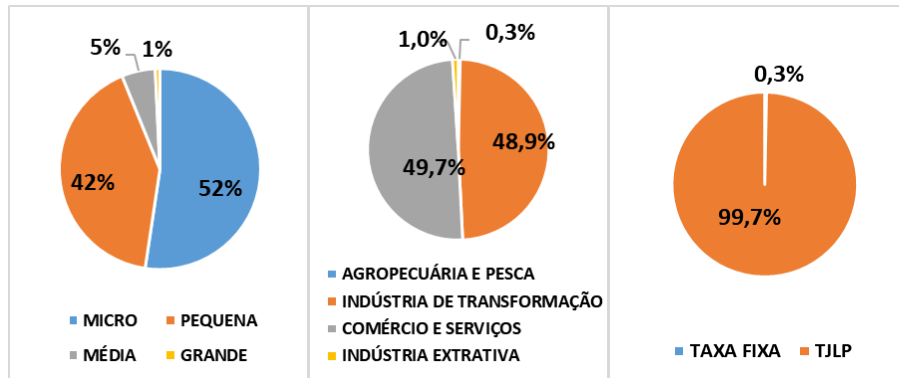


Gráfico 50 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Citibank (2003-2006)

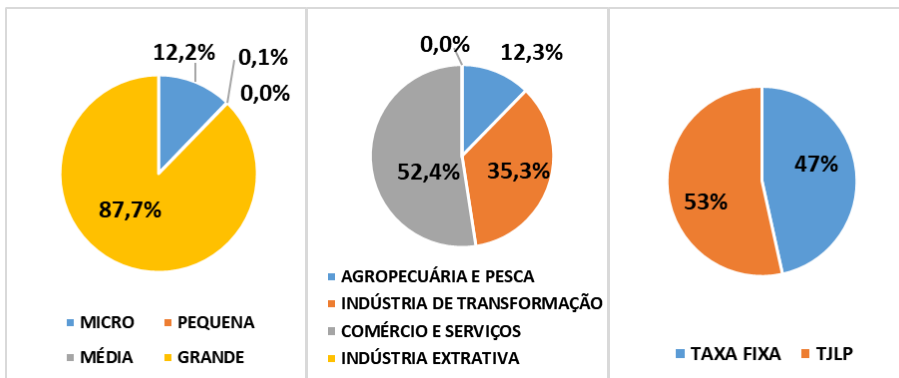
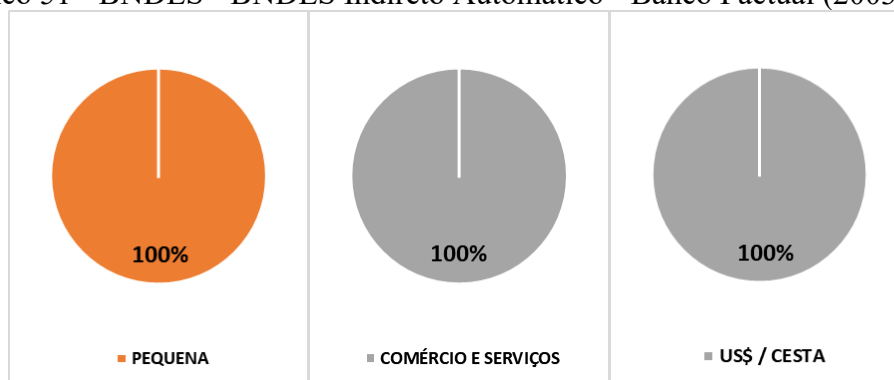


Gráfico 51 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Pactual (2003-2006)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Elaboração própria.

Obs.: Apenas uma operação foi realizada pelo Banco Pactual S.A.

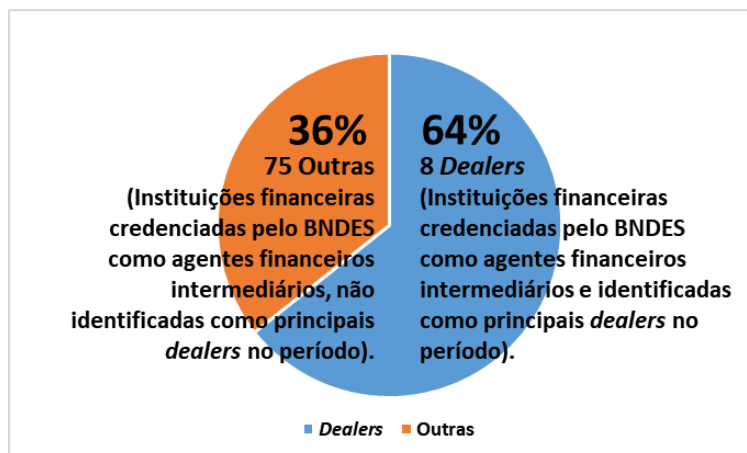
As instituições financeiras ABN Amro Bank, HSBC Bank Brasil e JP Morgan, mesmo identificadas no grupo dos principais *dealers* do período, não foram credenciadas pelo BNDES como agentes intermediários. De modo geral, o conjunto de principais agentes intermediários analisados destinaram grande parte dos desembolsos do BNDES às empresas de grande porte. Como exceções, o Bradesco, articulando 32,14% dos recursos sobre o total dos principais *dealers* e 16,03% sobre o total geral, intermediou os valores de forma equilibrada para empresas de diferentes portes. A Caixa Econômica Federal destinou 52% dos recursos que intermediou às microempresas, e o Banco USB Pactual direcionou os recursos da única operação que intermediou a uma empresa de pequeno porte. Mesmo que a Caixa e o Banco UBS Pactual tenham apresentado comportamento distinto, por terem movimentado apenas 2,22% e 0,0004% destes desembolsos, respectivamente, suas ações não geraram impactos no cômputo geral.

Verificamos também que grande parte dos desembolsos foram destinados aos setores Comércio e Serviços e Indústria de Transformação, variando a proporção de acordo com cada agente financeiro intermediário. Ainda que o Banco Citibank tenha destinado 12% da quantia intermediada ao setor Agropecuária e Pesca, este movimentou apenas 0,05% do BNDES Indireto automático, não provocando modificações no quadro geral verificado. Já ao que tange à taxa de juros cobradas pelo BNDES aos agentes, houve a predominância da TJLP, exceto pelo Banco UBS Pactual que, em sua única operação, lhe foi aplicado a Taxa US\$/Cesta.

3.2.2.2. Governo Lula 2 (2007 a 2010)

Durante o segundo governo Lula, 83 instituições foram credenciadas como agentes financeiros intermediários nas operações do BNDES Indireto automático, conforme os dados encontrados na Central de Downloads do sítio eletrônico do Banco. O gráfico a seguir apresenta os desembolsos aos agentes, conforme a classificação de principais *dealers* e outros.

Gráfico 52 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto automático - Agentes financeiros intermediários - Principais *dealers* e outros (Governo Lula 2) - Em %

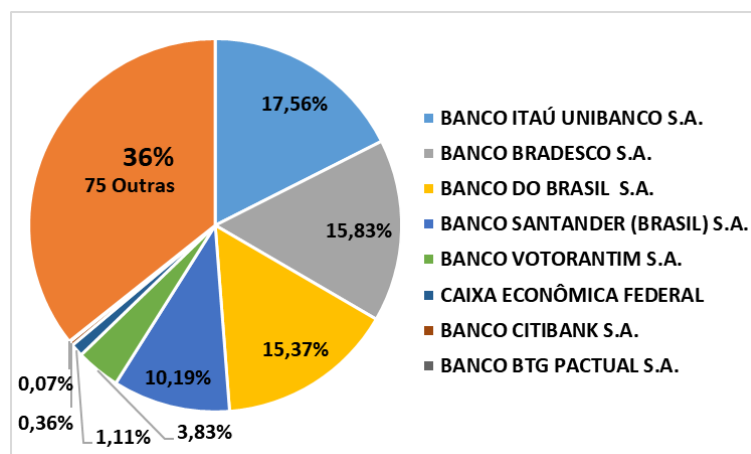


Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração Própria.

Podemos verificar que das 83 instituições financeiras credenciadas, as oito principais pertenciam também ao grupo dos principais *dealers* e foram responsáveis pela articulação de 64% dos desembolsos realizados, cabendo as demais 75 instituições a intermediação de 36% do total desses recursos. Assim, constatamos que as principais instituições financeiras *dealers* intensificaram a atuação junto ao BNDES, passando de 49,88% para 64% dos desembolsos intermediados na modalidade automático entre o primeiro e o segundo governo Lula.

Considerando instituições financeiras intermediárias credenciadas pelo BNDES Indireto automático no período e os valores descritos nos relatórios publicados pelo Banco, elaboramos o gráfico abaixo para demonstrar a proporção intermediada por cada agente considerado neste estudo, sobre o total dos valores intermediados.

Gráfico 53 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 2) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração Própria.

Os bancos Itaú Unibanco e Bradesco foram os principais intermediários dos desembolsos do BNDES Indireto automático, movimentando 33,39% do montante total. Já a parcela articulada pelos bancos públicos, por meio do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, representou 16,48% deste montante, quase o dobro em relação ao governo anterior. Abaixo, expomos uma tabela contendo os valores intermediados por cada agente analisado, a porcentagem sobre os principais *dealers* e a porcentagem acumulada sobre os outros agentes, além da porcentagem sobre o total geral e a porcentagem acumulada sobre o total geral.

Tabela 3 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 2)

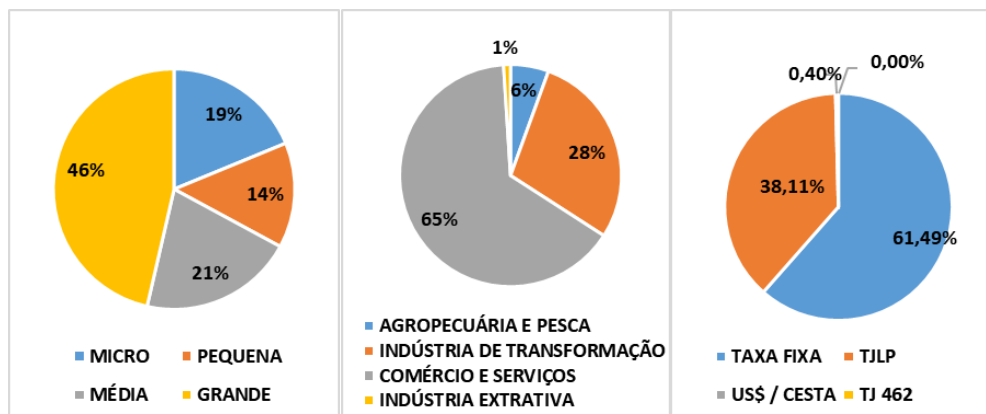
BNDES INDIRETO AUTOMÁTICO					
<i>Dealers/Agentes financeiros intermediários</i>	RS	% sobre os <i>dealers</i>	% acumulado sobre <i>dealers</i>	% sobre o total geral	% acumulado sobre total geral
Banco Itaú Unibanco	25.786.246.973,00	27,30	27,30	17,56	17,56
Banco Bradesco	23.246.168.140,00	24,61	51,91	15,83	33,39
Banco do Brasil	22.574.701.163,00	23,90	75,81	15,37	48,77
Banco Santander (Brasil)	14.961.678.962,00	15,84	91,65	10,19	58,95
Banco Votorantim	5.620.526.744,00	5,96	97,61	3,83	62,78
Caixa Econômica Federal	1.630.538.379,00	1,73	99,34	1,11	63,89
Banco Citibank	532.603.474,00	0,56	99,90	0,36	64,26
Banco BTG Pactual	98.822.000,00	0,10	100,00	0,07	64,32
Total Dealers (oito)	94.451.285.835,00	100,00	---	64,32	---
Total Outras (75)	52.386.393.961,00	---	---	35,68	---
TOTAL GERAL (83)	146.837.679.796,00	---	---	100,00	---

Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração Própria.

De acordo com a tabela, houve significativa participação dos *dealers* analisados na movimentação dos desembolsos do BNDES Indireto automático. Os bancos Bradesco e Itaú Unibanco se destacaram por intermediar juntos 51,91% da proporção movimentada pelo conjunto de *dealers* e 33,39% sobre o total geral, como apontado. O Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal intermediaram juntos 25,63% da proporção sobre os principais *dealers*, sendo 16,48% sobre o total geral. Comparando com os dados referentes ao primeiro governo Lula, verificamos que, na medida em que houve a diminuição da participação dos bancos privados na atividade, houve o aumento da participação dos bancos públicos.

Analisando o destino dos desembolsos do BNDES articulados pelas principais instituições financeiras *dealers*, elaboramos os gráficos abaixo com informações sobre o porte das empresas, o setor CNAE e os tipos de taxas de juros aplicadas pelo BNDES aos agentes.

Gráfico 54 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Principais *dealers*/Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Lula 2)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração Própria.

No segundo governo Lula, as empresas de grande e médio porte, dos setores Comércio e Serviços e Indústria de Transformação, predominaram como destino dos desembolsos do BNDES Indireto automático, mantendo-se a tendência do governo anterior. As principais taxas aplicadas pelo BNDES foram a Taxa Fixa, a TJLP, a US\$/CESTA e a TJ462. Ainda que tenha ocorrido a queda da TJLP, passando de 6,25% para 6,00%, a taxa predominante foi a Taxa Fixa, variando de 1% a 27%, dependendo das transações entre os agentes intermediários e o BNDES.

A partir da atuação de cada instituição financeira credenciada, também *dealer* no período, disponibilizamos um conjunto de gráficos considerando o porte das empresas beneficiadas, o setor CNAE e os tipos de taxas de juros aplicadas aos agentes pelo BNDES.

Gráfico 55 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Itaú Unibanco (2007-2010)

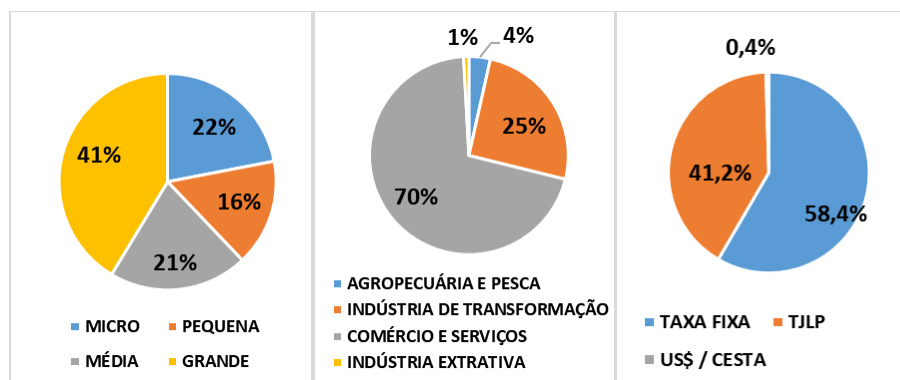


Gráfico 56 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Bradesco (2007-2010)

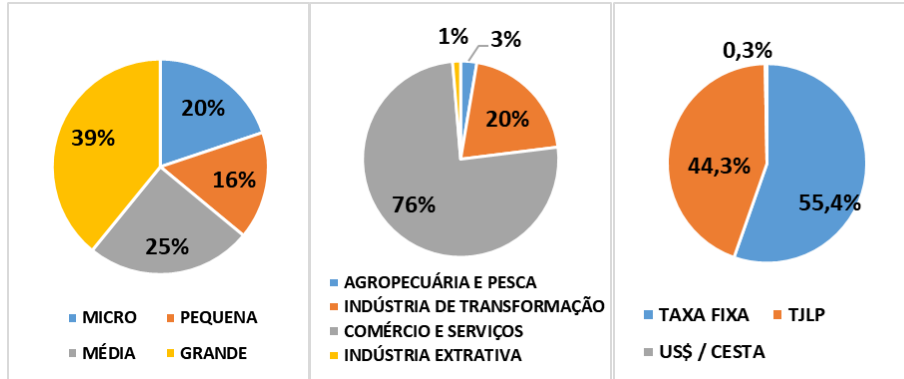


Gráfico 57 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco do Brasil (2007-2010)

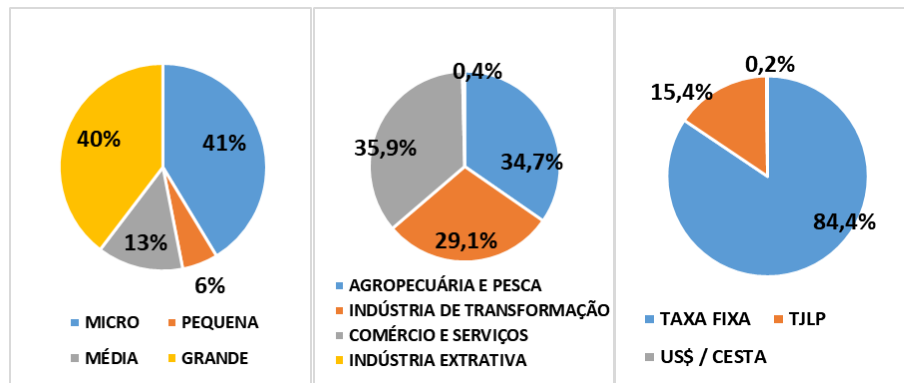


Gráfico 58 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Santander (2007-2010)

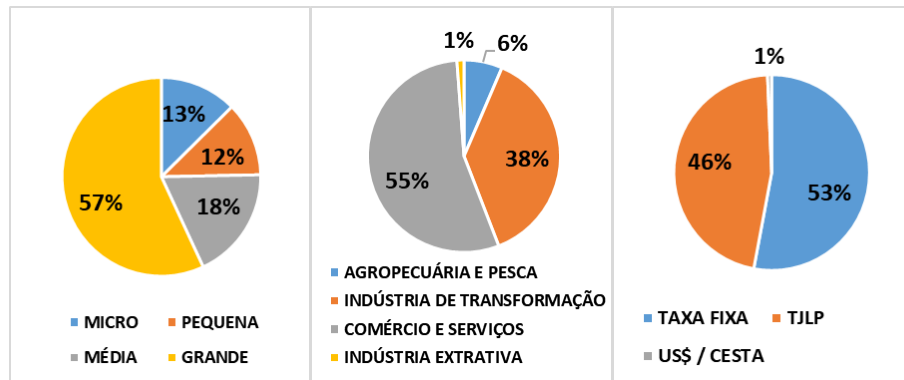


Gráfico 59 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Votorantim (2007-2010)

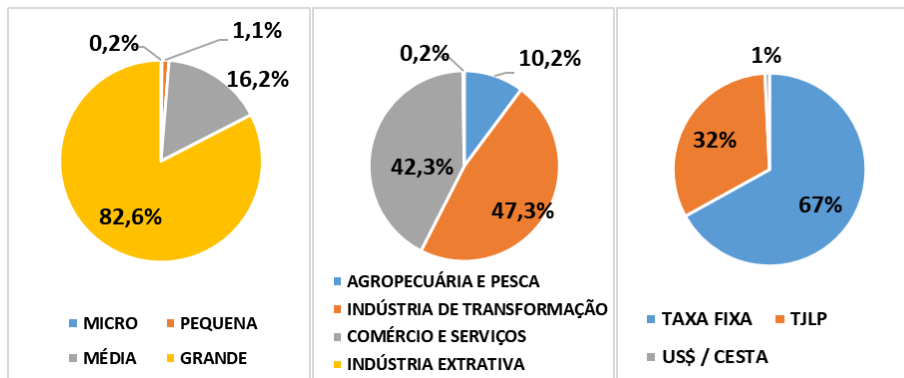


Gráfico 60 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Caixa Econômica (2007-2010)

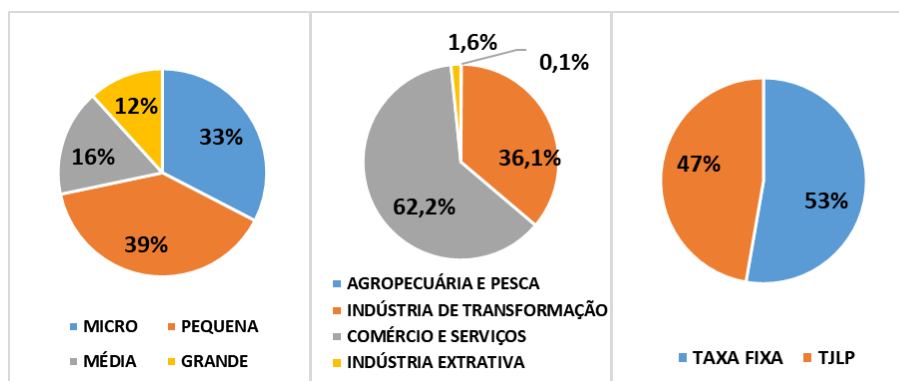


Gráfico 61 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Citibank (2007-2010)

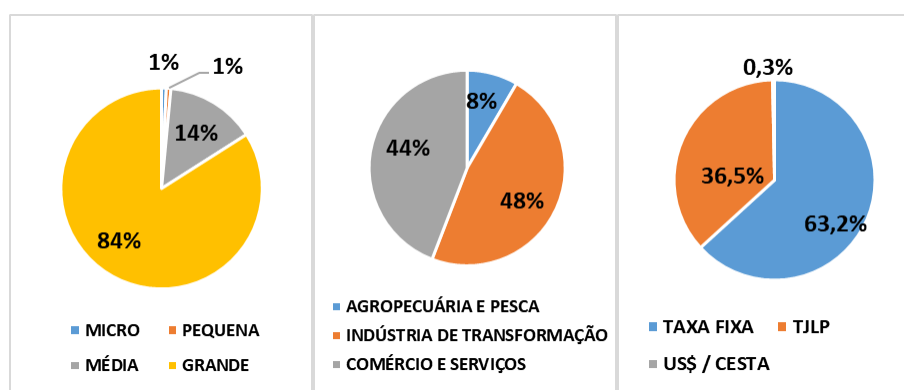
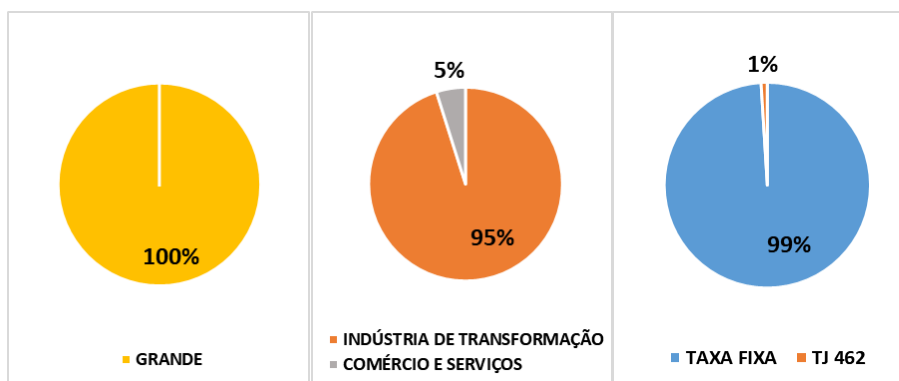


Gráfico 62 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco BTG Pactual (2007-2010)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Elaboração própria.

O HSBC Bank Brasil, pertencente ao grupo dos principais *dealers* no período, não estava credenciado para atuar nas operações do BNDES Indireto automático. Conforme os dados acima, a maior parte dos agentes financeiros intermediários privados destinou os recursos do BNDES Indireto automático às empresas de grande porte. Quanto aos agentes financeiros intermediários públicos, a Caixa Econômica Federal destinou a maior parte dos recursos às empresas de pequeno porte, e o Banco do Brasil, às microempresas.

Houve modificação no comportamento dos bancos públicos analisados. No primeiro governo Lula, o Banco do Brasil destinou 53% dos recursos que intermediou às empresas de grande porte e apenas 5% às microempresas. No segundo governo Lula, destinou 40% às grandes empresas e 41% às microempresas. A Caixa Econômica Federal, no primeiro governo Lula, destinou 5% dos desembolsos do BNDES Indireto automático às empresas de grande porte, 42% às pequenas empresas e 52% às microempresas. Já no segundo governo Lula, a Caixa destinou 12% às grandes empresas, 39% às pequenas empresas e 33% às microempresas. Assim, na medida em que verificamos a redução do fomento às grandes empresas pelo Banco do Brasil, verificamos o seu aumento pela Caixa Econômica Federal. Do mesmo modo, na medida em que observamos o aumento do fomento destinado às microempresas pelo Banco do Brasil, observamos a redução do fomento destas empresas pela Caixa Econômica Federal.

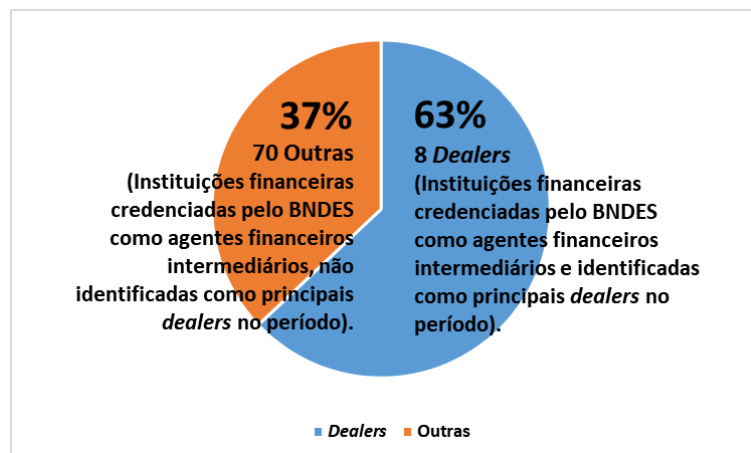
Conforme mencionado, ocorreu no período o aumento da participação dos bancos públicos na atividade de intermediação dos desembolsos do BNDES Indireto automático. Trata-se do momento em que o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal foram utilizados, dentro da análise longitudinal deste estudo, como suporte à política de crédito no país, tendência que será observada no próximo governo analisado.

Os setores Comércio e Serviços e Indústria de Transformação foram os mais fomentados. Todavia, os bancos do Brasil, Santander (Brasil), Votorantim, Bradesco e Itaú Unibanco, ainda que em menor medida, destinaram recursos também ao setor CNAE Agropecuária e Pesca. O Banco do Brasil, em especial, destinou 34,7% dos desembolsos a este setor, sendo que no primeiro governo Lula destinou apenas 7%. Dada as instabilidades econômicas no período e o aumento dos riscos nas operações, a preferência dos agentes financeiros intermediários foi pela Taxa Fixa, variando de 1% a 27% a.a., sendo que a preferência majoritária durante o primeiro governo Lula foi pela TJLP e, em menor medida, pela Taxa Fixa.

3.2.2.3. Governo Dilma 1 (2011 a 2014)

No período referente ao primeiro governo Dilma, identificamos 78 instituições financeiras credenciadas como agentes financeiros intermediários nas operações do BNDES Indireto automático. O gráfico a seguir apresenta os desembolsos para os agentes, conforme a classificação de principais *dealers* e outros agentes.

Gráfico 63 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto automático - Agentes financeiros intermediários - Principais *dealers* e outros (Governo Dilma 1) - Em %

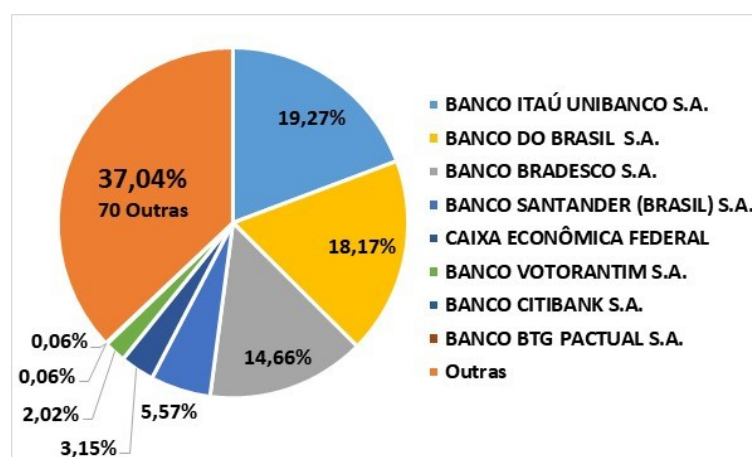


Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração própria.

Segundo o gráfico, das 78 instituições financeiras credenciadas pelo BNDES como agentes financeiros intermediários, as oito principais constavam no grupo dos principais *dealers* no período, sendo responsáveis por movimentar 63% dos desembolsos do BNDES Indireto automático. As demais 70 instituições financeiras credenciadas movimentaram apenas 37% do total de recursos. Conforme constatamos, houve uma pequena redução do número total de agentes intermediários e a manutenção do número de principais instituições financeiras *dealers* do mercado de títulos públicos na intermediação dos recursos do BNDES Indireto automático.

Considerando as principais instituições financeiras *dealers* no período e os valores descritos nos relatórios consultados, elaboramos o gráfico abaixo para demonstrar a proporção intermediada por cada agente intermediário.

Gráfico 64 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 1) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração própria.

De modo geral, o BNDES, que teve a sua capacidade de empréstimos aumentada no período, contou com as expressivas participações dos bancos Itaú Unibanco, do Brasil e Bradesco na intermediação dos desembolsos do BNDES Indireto automático, movimentando 52,1% do total. Já a parcela articulada pelos bancos públicos, por meio do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, correspondeu a 21,32% deste montante, representando um aumento de quase 5% em relação ao governo anterior. Abaixo, expomos uma tabela com os valores intermediados por cada agente analisado, a porcentagem sobre o total articulado pelos principais *dealers* e a porcentagem acumulada sobre este total, além da porcentagem sobre o total articulado por todas as instituições e a porcentagem acumulada sobre o total geral.

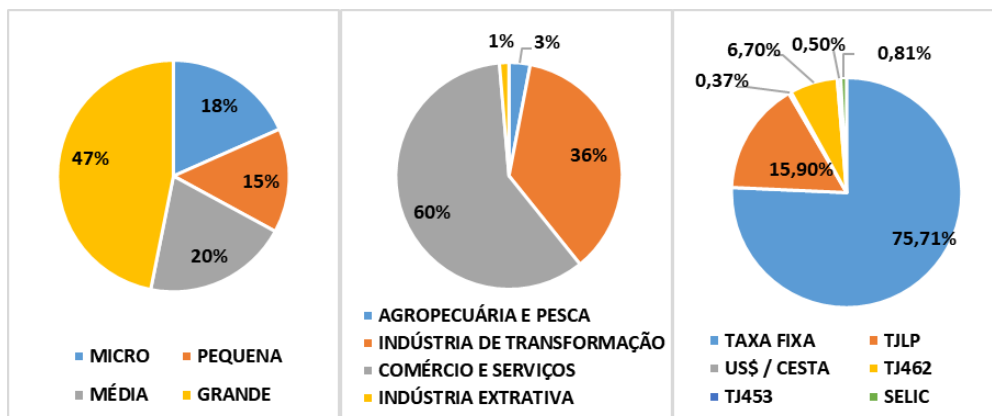
Tabela 4 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 1)

BNDES INDIRETO AUTOMÁTICO					
<i>Dealers/Agentes financeiros intermediários</i>	R\$	% sobre os <i>dealers</i>	% acumulado sobre <i>dealers</i>	% sobre o total geral	% acumulado sobre total geral
Banco Itaú Unibanco	46.626.464.069,00	30,61	30,61	19,27	19,27
Banco do Brasil	43.961.237.464,00	28,86	59,47	18,17	37,44
Banco Bradesco	35.458.086.580,00	23,28	82,75	14,66	52,10
Banco Santander (Brasil)	13.463.121.053,00	8,84	91,59	5,57	57,66
Caixa Econômica Federal	7.618.048.031,00	5,00	96,59	3,15	60,81
Banco Votorantim	4.881.241.181,00	3,20	99,79	2,02	62,83
Banco Citibank	155.010.200,00	0,10	99,89	0,06	62,89
Banco BTG Pactual	149.424.478,00	0,10	100,00	0,06	62,96
Total <i>Dealers</i> (oito)	152.312.633.056,00	100,00	---	62,96	---
Total Outras (70)	89.611.266.596,00	---	---	37,04	---
TOTAL GERAL (78)	241.923.899.652,00	---	---	100,00	---

Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração própria.

De acordo com a tabela, os bancos Itaú Unibanco, do Brasil e Bradesco foram os grandes articuladores privados dos desembolsos do BNDES Indireto automático, movimentando juntos 82,75% dos desembolsos, considerando o percentual sobre os principais *dealers*, e 52,10%, considerando o percentual sobre o total geral. A parcela dos recursos articulada pelos bancos públicos, sendo o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, representou 33,9% do montante sobre os valores intermediado pelos *dealers* e 21,32% sobre o total geral, como apontado. Investigando o destino dos desembolsos, elaboramos os gráficos abaixo contendo informações sobre o porte das empresas beneficiadas, o setor CNAE referente, e as taxas aplicadas aos agentes intermediários pelo BNDES.

Gráfico 65 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Principais *dealers*/Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Dilma 1)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração própria.

Houve no período o predomínio do direcionamento dos desembolsos do BNDES Indireto automático às empresas de grande e médio porte. Às pequenas e microempresas foram destinados 33% dos desembolsos, mesma proporção observada no governo anterior. Aos setores Comércio e Serviços e Indústria de Transformação foram destinados 96% dos desembolsos, 3% a mais quando em relação ao governo passado, aumentando a parcela do setor Indústria de Transformação, de 28%, no segundo governo Lula, para 36% no primeiro governo Dilma. Dentre as diversas taxas aplicadas pelo BNDES aos agentes financeiros intermediários no período, houve a predominância da Taxa Fixa, ainda que tenha ocorrido queda na TJLP, de 6% para 5%, ao longo do governo analisado.

A partir da atuação de cada instituição financeira credenciada, também principal *dealer* no período, disponibilizamos o conjunto de gráficos a seguir, considerando o porte das empresas beneficiadas pelos desembolsos do BNDES Indireto automático, o setor a que pertenciam, conforme a CNAE, e os tipos de taxas aplicadas aos agentes pelo BNDES.

Gráfico 66 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Itaú Unibanco (2011-2014)

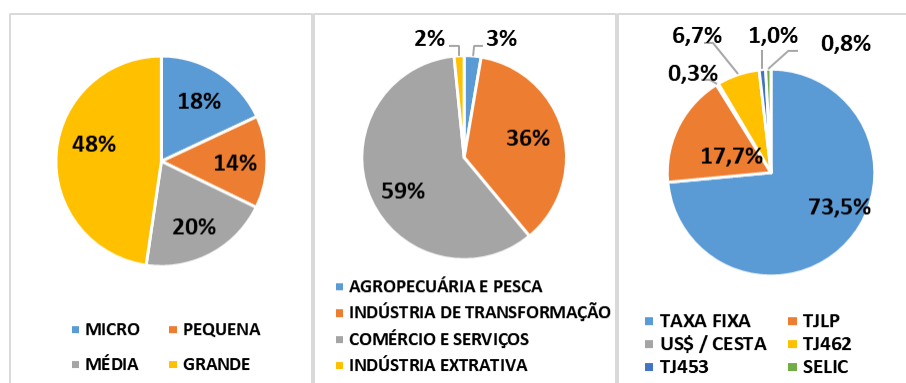


Gráfico 67 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco do Brasil (2011-2014)

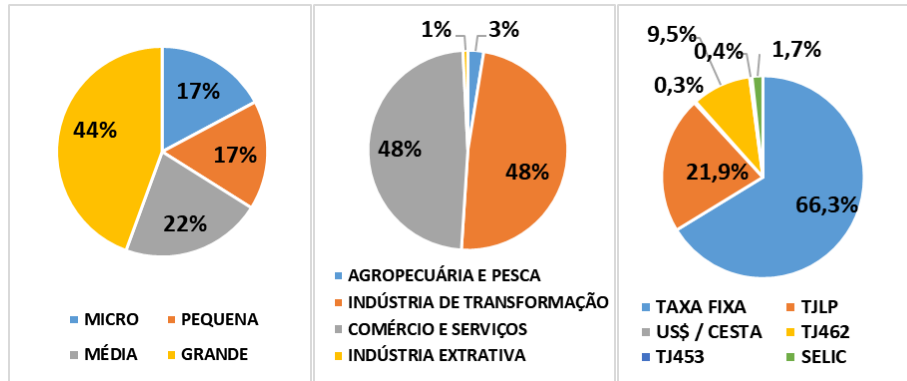


Gráfico 68 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Bradesco (2011-2014)

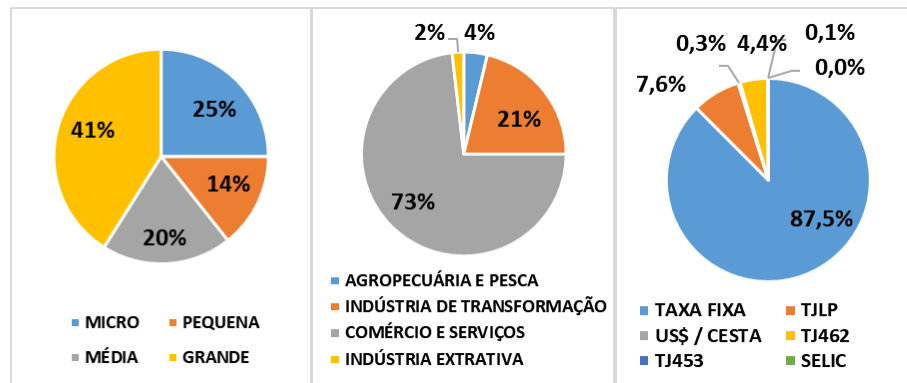


Gráfico 69 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Santander (2011-2014)

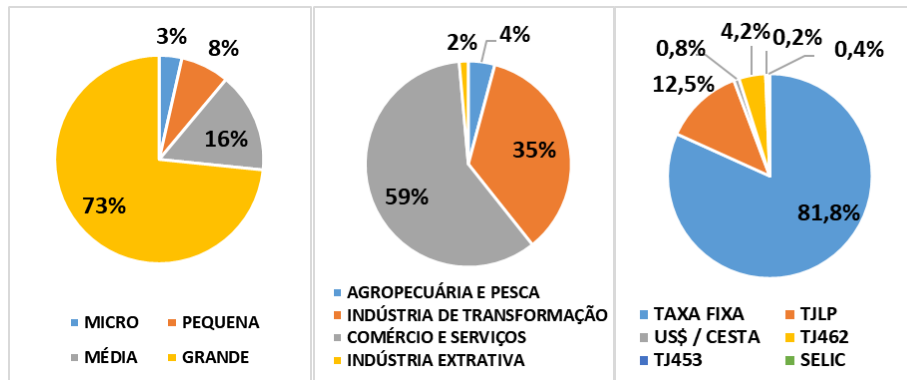


Gráfico 70 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Caixa Econômica (2011-2014)

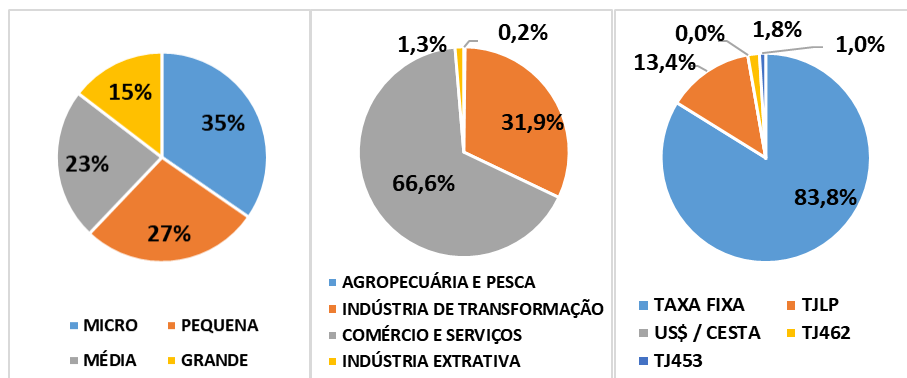


Gráfico 71 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Votorantim (2011-2014)

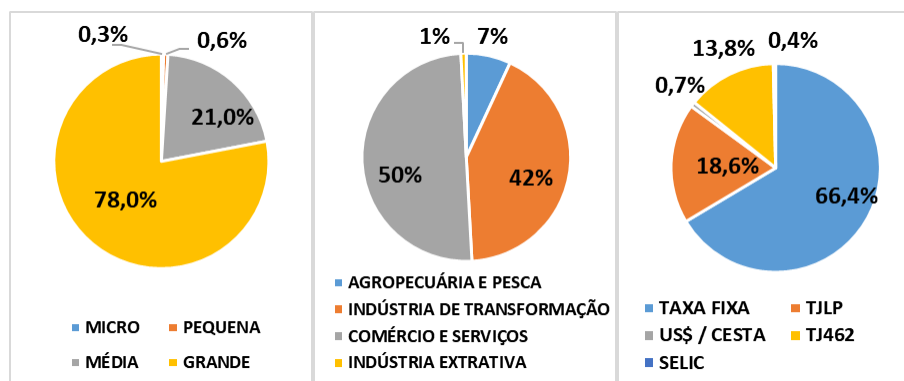


Gráfico 72 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Citibank (2011-2014)

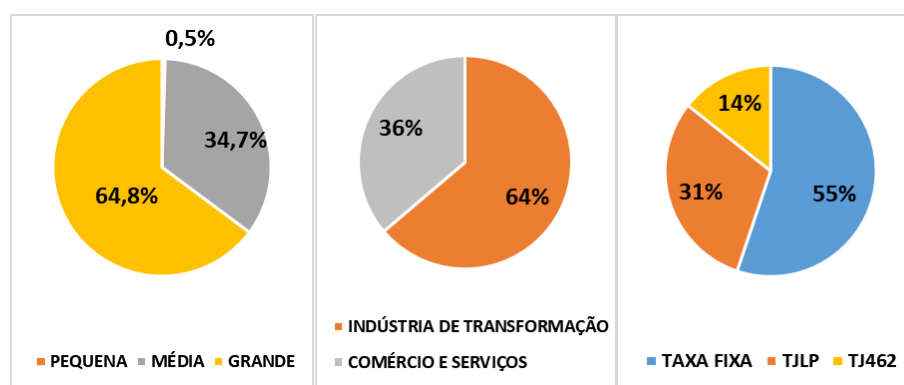
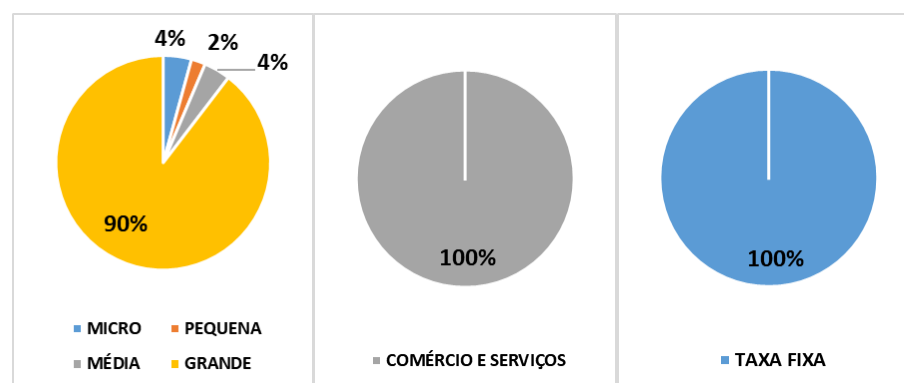


Gráfico 73 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco BTG Pactual (2011-2014)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Elaboração própria.

O HSBC Bank Brasil, identificado no grupo dos principais *dealers*, não esteve credenciado como agente financeiro intermediário do BNDES no período. Considerando os dados acima, grande parte dos agentes financeiros intermediários em análise destinou os desembolsos do BNDES Indireto automático às empresas de grande porte. A Caixa Econômica Federal apresentou um comportamento diferente das demais instituições, destinando 35% dos desembolsos às microempresas e 27% às pequenas empresas. No entanto, mesmo que tenha apresentado tal comportamento, a participação da Caixa nas operações do BNDES Indireto

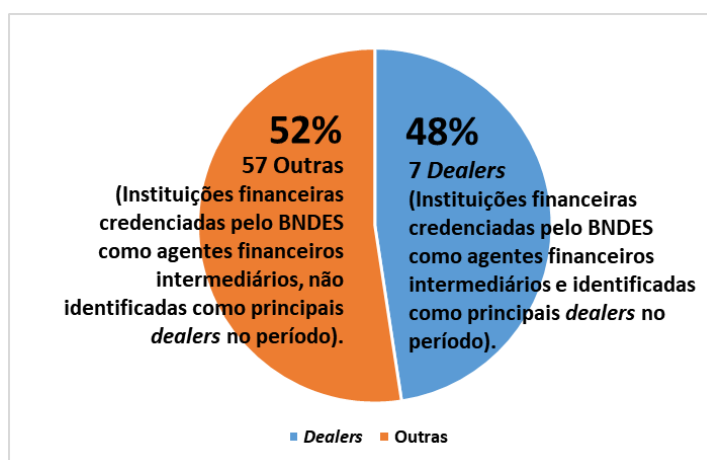
automático no período foi pequena, apenas de 5%. O Banco do Brasil reduziu os recursos destinados às microempresas, passando de 41% no segundo governo Lula, para 17% no primeiro governo Dilma. Em contrapartida, aumentou o fomento às empresas de grande porte, passando de 40%, no segundo governo Lula, para 44%, no primeiro governo Dilma, e o fomento às pequenas empresas, passando de 6% para 17%.

Houve maior apoio ao setor Comércio e Serviços e, em menor medida, ao setor Indústria de Transformação, com exceção do Banco Citibank que destinou maior parte dos recursos que intermediou ao setor Indústria de Transformação. Ainda que pouco expressivo, o Banco Votorantim destinou 7% dos desembolsos do BNDES Indireto ao setor Agricultura e Pesca. Dentre as diversas taxas aplicadas pelo BNDES aos agentes financeiros intermediários, houve a predominância da Taxa Fixa, variando de acordo com a negociação entre os agentes e o BNDES e, em menor medida, a utilização da TJLP, variando de 6% para 5% no período.

3.2.2.4. Governo Dilma 2 (2015 a 31/08/2016)

No período referente ao segundo governo Dilma identificamos 64 instituições financeiras credenciadas como agentes financeiros intermediários nas operações do BNDES Indireto automático, conforme dados disponibilizados na Central de Downloads do sítio eletrônico do Banco. O gráfico abaixo apresenta os desembolsos para os agentes, conforme a classificação de principais *dealers* e outros agentes.

Gráfico 74 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto automático - Agentes financeiros intermediários - Principais *dealers* e outros (Governo Dilma 2) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração própria.

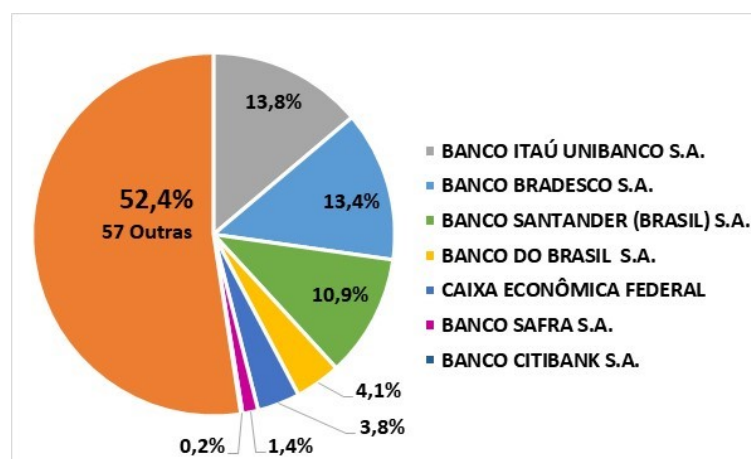
Das 64 instituições financeiras credenciadas pelos BNDES como agentes financeiros intermediários, as sete principais constavam no grupo dos principais *dealers* no período, sendo

responsáveis por movimentar 48% dos desembolsos do BNDES nas operações do BNDES Indireto automático. As demais 57 instituições financeiras credenciadas movimentaram 52% do total dos recursos. Verificamos uma redução significativa do grupo de agentes financeiros intermediários do BNDES em relação aos governos anteriores. No primeiro governo Lula, havia 93 agentes no total, caracterizando uma diminuição de 38,7% entre 2003 e 2016.

No entanto, o número de agentes financeiros intermediários que também pertenceram ao grupo de principais *dealers*, pouco variou, oscilando sempre entre sete ou oito agentes. Tal constatação indica o aumento da concentração da atividade por estas instituições, ainda que a parcela intermediada tenha reduzido de 63%, no primeiro governo Dilma, para 48% no segundo governo. Houve também significativa redução dos desembolsos do BNDES Indireto no período. Os valores também foram inferiores pois consideramos a interrupção precoce do mandato presidencial, em função da deposição da presidenta Dilma em 31 de agosto de 2016.

Considerando as principais instituições financeiras intermediárias credenciadas pelo BNDES Indireto automático no período e os valores descritos nos relatórios publicados pelo Banco, elaboramos o gráfico abaixo para demonstrar a proporção intermediada por cada agente considerado, sobre o total dos valores intermediados.

Gráfico 75 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 2) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração própria;

Os bancos Itaú Unibanco, Bradesco e Santander (Brasil) foram os principais intermediários dos desembolsos do BNDES Indireto automático, movimentando 38,1% do montante total. Já a parcela articulada pelos bancos públicos, por meio do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, representou 7,9% deste montante, apresentando significativa queda em relação ao governo anterior. Abaixo, disponibilizamos uma tabela contendo os valores

intermediados por cada agente analisado, a porcentagem sobre o total articulado pelos principais *dealers* e a porcentagem acumulada sobre estes, além da porcentagem sobre o total articulado por todas as instituições credenciadas e a porcentagem acumulada sobre o total geral.

Tabela 5 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 2)

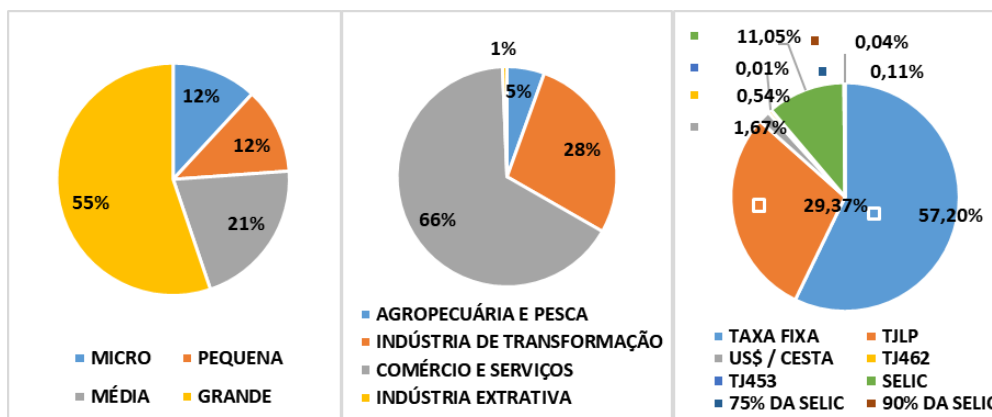
BNDES INDIRETO AUTOMÁTICO					
<i>Dealers/Agentes financeiros intermediários</i>	R\$	% sobre os <i>dealers</i>	% acumulado sobre <i>dealers</i>	% sobre o total geral	% acumulado sobre total geral
Banco Itaú Unibanco	4.481.821.055,00	29,08	29,08	13,84	13,84
Banco Bradesco	4.337.327.236,00	28,14	57,22	13,39	27,23
Banco Santander (Brasil)	3.541.182.891,00	22,98	80,20	10,93	38,17
Banco do Brasil	1.317.045.288,00	8,55	88,75	4,07	42,24
Caixa Econômica Federal	1.228.786.892,00	7,97	96,72	3,79	46,03
Banco Safra	456.050.442,00	2,96	99,68	1,41	47,44
Banco Citibank	49.489.935,00	0,32	100,00	0,15	47,59
Total Dealers (sete)	15.362.213.804,00	100,00		47,59	
Total Outras (57)	17.021.985.035,00			52,41	
TOTAL GERAL (64)	32.384.198.839,00			100,00	

Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração própria.

De acordo com a tabela acima, os bancos Bradesco e Itaú Unibanco se destacaram como os grandes articuladores dos desembolsos do BNDES Indireto automático, movimentando, juntos, 57,22% dos valores articulados pelos principais *dealers* e 27,23% do total geral. Já a parcela articulada pelos bancos públicos, considerando o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, representou apenas 16,52% do valor total intermediado pelos *dealers* analisados e 7,86% do total geral, indicando queda em relação ao governo anterior. O Banco do Brasil registrou menor participação como intermediário financeiro em relação ao governo anterior, passando de 28,86%, para 8,55% do total dos principais *dealers*. Houve um pequeno incremento na participação da Caixa Econômica Federal, que passou de 5%, para 7,97% sobre o total intermediado pelos *dealers* analisados entre o primeiro e o segundo governo Dilma.

Investigando o destino dos desembolsos, elaboramos os gráficos abaixo contendo informações sobre o porte das empresas beneficiadas, o setor CNAE referente, e as taxas aplicadas aos agentes intermediários pelo BNDES.

Gráfico 76 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Principais *dealers*/Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Dilma 2)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração própria.

Neste período, houve predominância do direcionamento dos recursos do BNDES Indireto automático às empresas de grande e médio porte, somando 76%, sendo 9% a mais em relação ao governo anterior. Já os desembolsos intermediados às micro e pequenas empresas caiu 9%, passando de 33%, no primeiro governo Dilma, para 24%, no segundo governo. A queda observada da participação dos bancos públicos acompanha a queda dos desembolsos do BNDES Indireto intermediados às micros e pequenas empresas.

Quanto ao setor, houve maior aporte ao Comércio e Serviços, 66%, e, em menor medida, à Indústria de Transformação, 28%. Verificamos também a grande variedade de taxas aplicadas pelo BNDES aos agentes intermediários. A Taxa Fixa, ainda predominante, foi aplicada a 57,2% dos desembolsos realizados. A TJLP foi utilizada em 29,3% dos desembolsos, sendo a segunda mais aplicada pelo BNDES aos agentes. Neste momento, passamos a verificar a articulação da Taxa Selic em 11% das operações, sendo a terceira mais utilizada no período.

Abaixo, expomos o destino dos recursos do BNDES Indireto automático, conforme os agentes financeiros intermediários, também principais *dealers* do mercado de títulos.

Gráfico 77 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Itaú Unibanco (2015-2016)

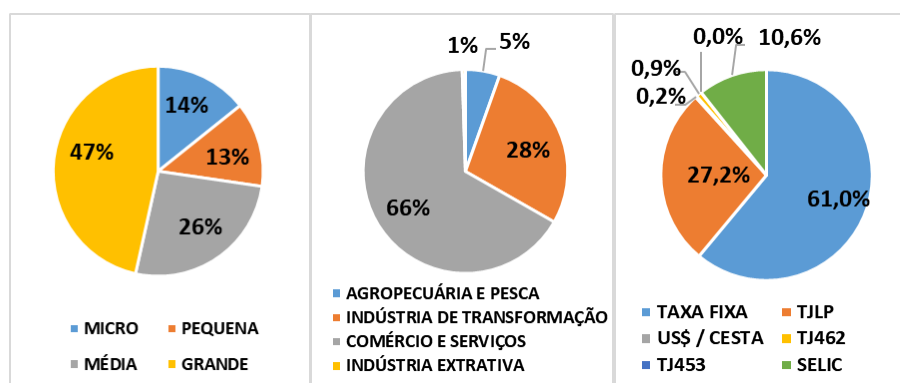


Gráfico 78 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Bradesco (2015-2016)

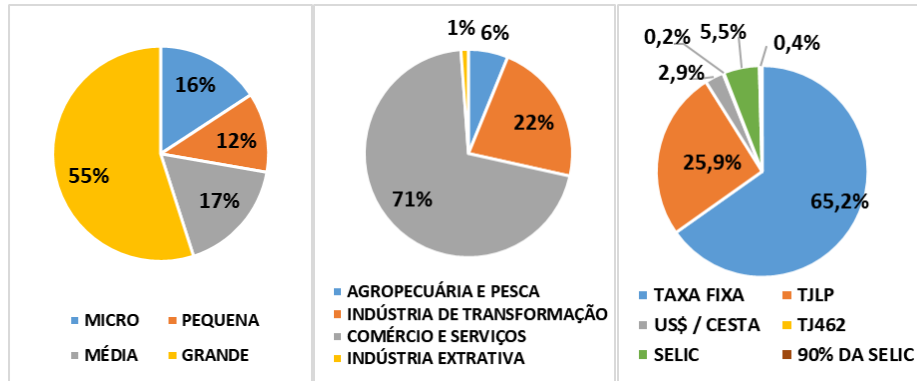


Gráfico 79 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Santander (2015-2016)

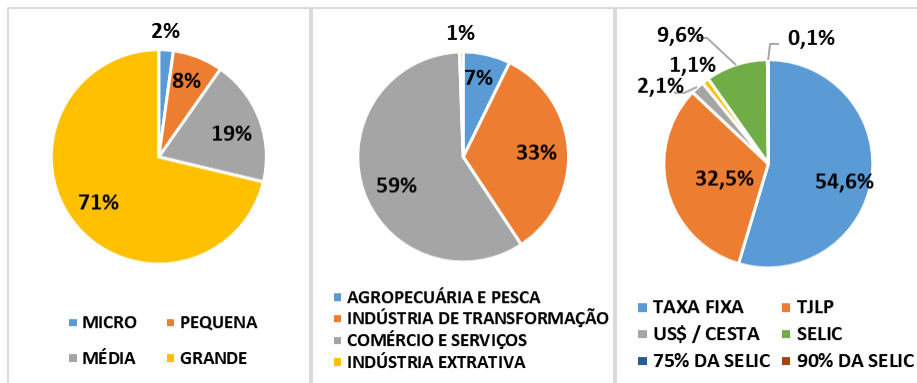


Gráfico 80 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco do Brasil (2015-2016)

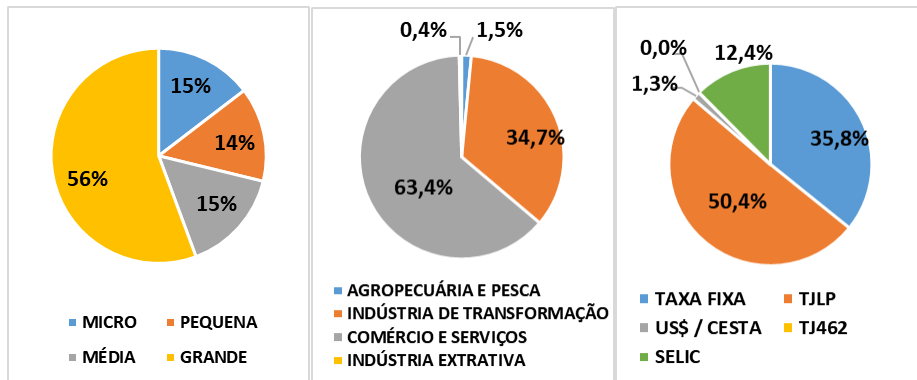


Gráfico 81 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Caixa Econômica (2015-2016)

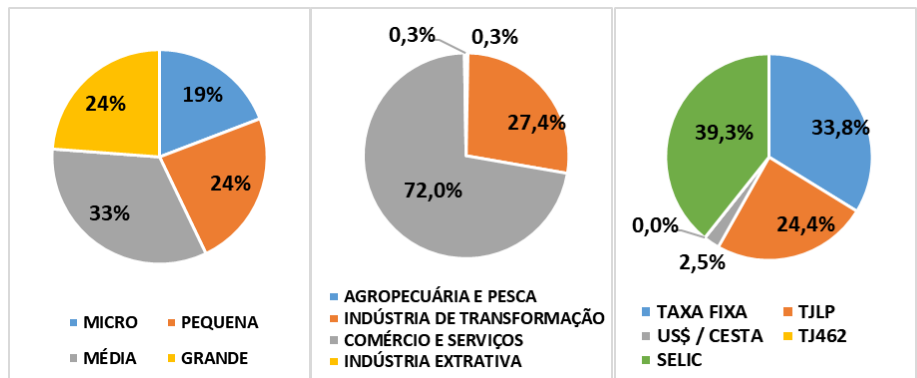


Gráfico 82 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Safra (2015-2016)

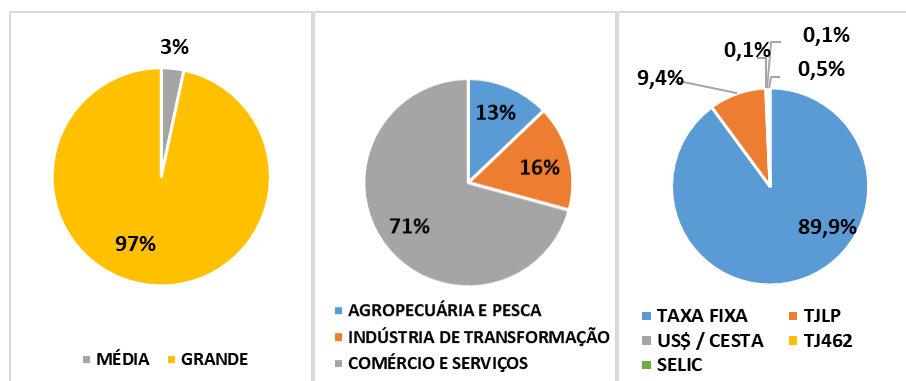
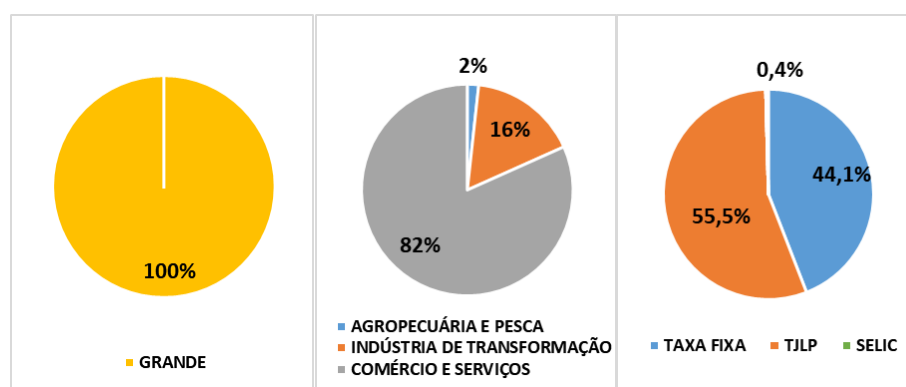


Gráfico 83 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Citibank (2015-2016)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Elaboração Própria.

Os bancos BTG Pactual, JP Morgan e Goldman Sachs do Brasil, *dealers* no período, não foram credenciados pelo BNDES durante o segundo governo Dilma. Como é possível verificar, parte considerável dos desembolsos foi direcionada às empresas de grande porte. A Caixa Econômica Federal apresentou comportamento distinto, intermediando 33% dos desembolsos às empresas de médio porte, 24% às grandes empresas, 24% às pequenas empresas e 19% às microempresas. Ainda que a Caixa tenha atuado de forma distinta, por ter movimentado apenas 8% dos desembolsos do BNDES Indireto automático, não provocou alterações significativas no cômputo geral. O Banco do Brasil se comportou de forma similar aos bancos Itaú Unibanco e Bradesco, destinando cerca de 50% dos desembolsos às grandes empresas, e 50% às médias, pequenas e microempresas.

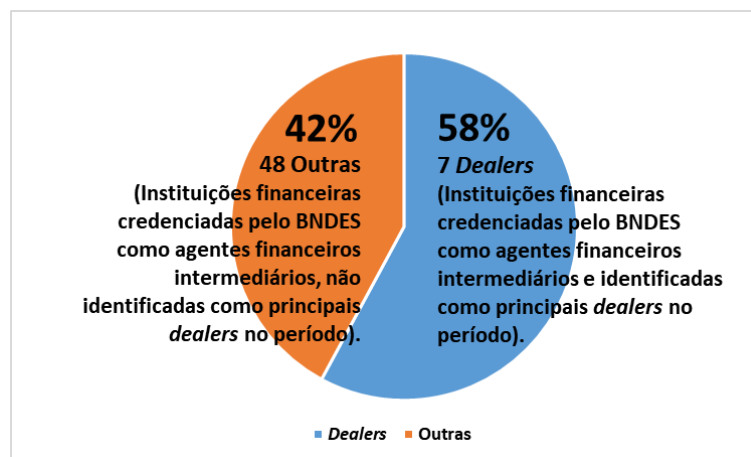
O setor de Comércio de Serviços recebeu maior fomento e, em menor medida, o Indústria de Transformação por todos os agentes financeiros intermediários, repetindo a tendência observada nos governos anteriores. Apenas uma pequena parte dos recursos foi direcionada ao setor Agropecuária e Pesca, especialmente pelo Banco Safra, 13%. Quanto às taxas aplicadas aos agentes pelo BNDES, houve o predomínio da Taxa Fixa, exceto para os bancos do Brasil e Citibank, onde houve maior aplicação da TJLP.

A Taxa Selic foi aplicada pelo BNDES aos agentes intermediários analisados em 11,05% dos desembolsos intermediados. A saber, a Taxa Selic variou de 14,15% em 2015, para 13,65% em 2016, baixando significativamente para 6,90% em 2017. À Caixa Econômica Federal foi aplicada a Taxa Selic pelo BNDES em 39% dos desembolsos intermediados. Ao Banco do Brasil foi aplicada a Taxa Selic em 12,4% dos desembolsos. Aos demais agentes foi aplicada a Taxa Selic, não chegando, no entanto, a 10% das operações de cada um.

3.2.2.5. Governo Temer (01/09/2016 a 2018)

No período referente ao governo Temer identificamos 55 instituições financeiras credenciadas como agentes financeiros intermediários nas operações do BNDES Indireto automático. O gráfico a seguir apresenta os desembolsos para os agentes, conforme a classificação de principais *dealers* e outros agentes.

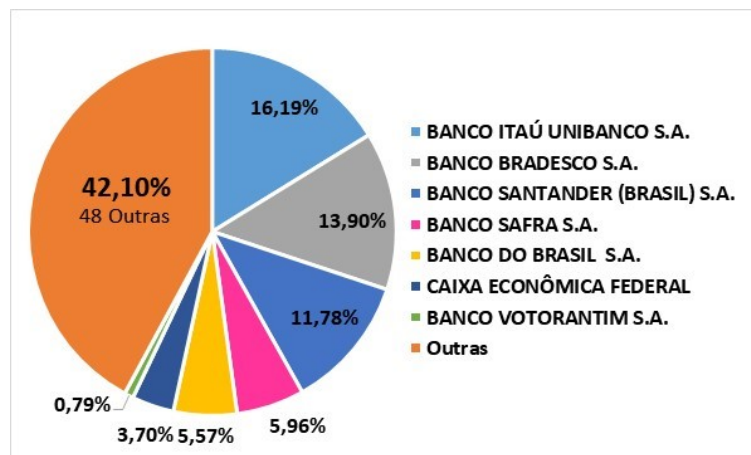
Gráfico 84 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto automático - Agentes financeiros intermediários - Principais *dealers* e outros (Governo Temer) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração própria.

Das 55 instituições financeiras credenciadas pelos BNDES como agentes financeiros intermediários, as sete principais constavam no grupo dos principais *dealers* do período, movimentando 58% dos desembolsos do BNDES Indireto automático. As demais 48 instituições financeiras movimentaram apenas 42% do total de recursos. Considerando as principais instituições financeiras intermediárias credenciadas pelo BNDES Indireto automático e os valores descritos nos relatórios publicados pelo Banco, elaboramos o gráfico abaixo para demonstrar a proporção intermediada por cada agente investigado, sobre o total dos valores intermediados.

Gráfico 85 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Temer) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração própria.

Os bancos Bradesco, Itaú Unibanco e Santander (Brasil) foram os grandes articuladores dos desembolsos do BNDES Indireto automático, movimentando juntos 41,87% do montante total. Já a parcela articulada pelos bancos públicos, considerando o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, representou apenas 9,27% do valor total, mantendo-se a tendência observada no segundo governo Dilma. Abaixo, disponibilizamos uma tabela contendo os valores intermediados por cada agente analisado, a porcentagem sobre os principais *dealers* e a porcentagem acumulada sobre estes, além da porcentagem sobre o total geral e a porcentagem acumulada sobre o total geral.

Tabela 6 - BNDES Indireto automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Temer)

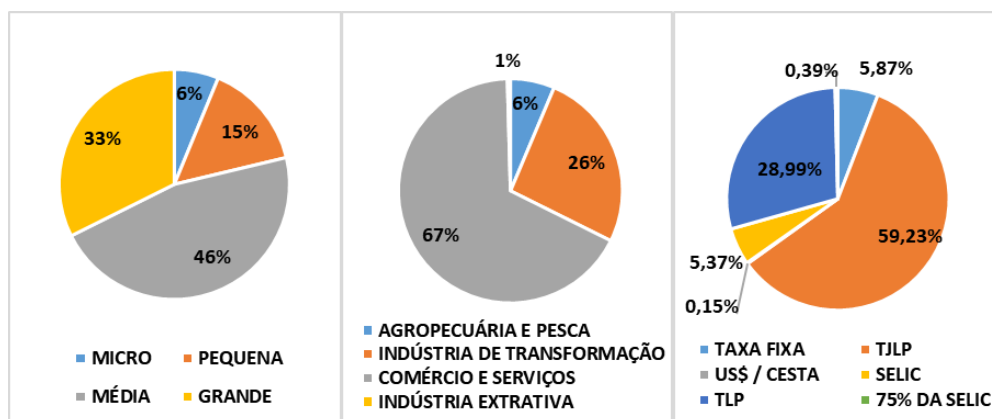
BNDES INDIRETO AUTOMÁTICO						
<i>Dealers/Agentes financeiros intermediários</i>	R\$	% sobre os <i>dealers</i>	% acumulado sobre <i>dealers</i>	% sobre o total geral	% acumulado sobre total geral	
Banco Itaú Unibanco	7.313.171.033,00	27,97	27,97	16,19	16,19	
Banco Bradesco	6.278.612.754,00	24,01	51,98	13,90	30,09	
Banco Santander (Brasil)	5.320.280.099,00	20,35	72,33	11,78	41,87	
Banco Safra	2.692.929.978,00	10,3	82,63	5,96	47,84	
Banco do Brasil	2.513.697.269,00	9,61	92,24	5,57	53,40	
Caixa Econômica Federal	1.670.903.138,00	6,39	98,63	3,70	57,10	
Banco Votorantim	358.640.832,00	1,37	100	0,79	57,90	
Total <i>Dealers</i> (sete)	26.148.235.103,00	100	---	57,90	---	
Total Outras (48)	19.013.252.648,00	---	---	42,10	---	
TOTAL GERAL (55)	45.161.487.751,00	---	---	100,00	---	

Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática. Elaboração própria.

De acordo com a tabela, os bancos Bradesco, Itaú Unibanco e Santander (Brasil), articuladores privados dos desembolsos do BNDES Indireto automático, movimentaram juntos 72,33% dos desembolsos, considerando o percentual sobre os *dealers* analisados, e 41,87%, considerando o percentual sobre o total geral. Já a parcela articulada pelos bancos públicos, considerando o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, representou apenas 16%, considerando o percentual sobre os principais *dealers*, e 9,27%, sobre o total geral.

Investigando o destino dos desembolsos, elaboramos os gráficos abaixo contendo informações sobre o porte das empresas beneficiadas, o setor CNAE referente, e as taxas aplicadas aos agentes intermediários pelo BNDES.

Gráfico 86 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Principais *dealers*/Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Temer)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Elaboração Própria.

Neste período, houve o predomínio do direcionamento dos desembolsos do BNDES às empresas de médio porte, 46%, contabilizando 25% a mais do que o governo anterior, sendo especialmente ligadas ao setor Comércio e Serviços, 67%. No que se refere às empresas de grande porte, houve queda de 22% em relação ao segundo governo Dilma, queda de 17% em relação ao primeiro governo Dilma, queda de 13% e relação ao segundo governo Lula, e queda de 11% em relação ao primeiro governo Lula. Houve também queda do fomento do BNDES Indireto automático às microempresas de 6% em relação ao segundo governo Dilma, de 12% em relação ao primeiro governo Dilma, de 13% em relação ao segundo governo Lula e de 9% em relação ao primeiro governo Lula. Assim, ainda que se verifique maior queda no fomento às grandes empresas pelo BNDES Indireto nesta modalidade, houve também queda no fomento às microempresas. Essa consideração pode dar a falsa impressão de que o governo Temer optou por direcionar suas políticas de investimento às empresas de médio porte, em detrimento, especialmente, das empresas de grande porte. No entanto, se considerarmos que no período

houve a diminuição da capacidade de aportes do BNDES, houve, então, a redução sistemática de investimentos no setor produtivo iniciada, por sua vez, durante o segundo governo Dilma.

A principal taxa aplicada aos agentes financeiros intermediários pelo BNDES foi a TJLP, variando de 7,5% para 6,28%, considerando o início e o fim do governo em análise, seguida pela taxa TLP, 28,99%, criada no período. Abaixo inserimos diferentes gráficos apresentando dados sobre o direcionamento dos recursos do BNDES, de acordo com a atuação de cada agente financeiro intermediário, identificado também como principais *dealers*.

Gráfico 87 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Itaú Unibanco (2016-2018)

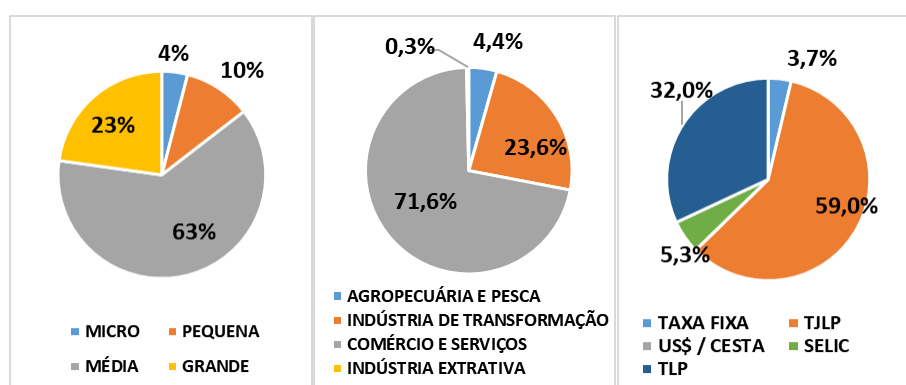


Gráfico 88 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Bradesco (2016-2018)

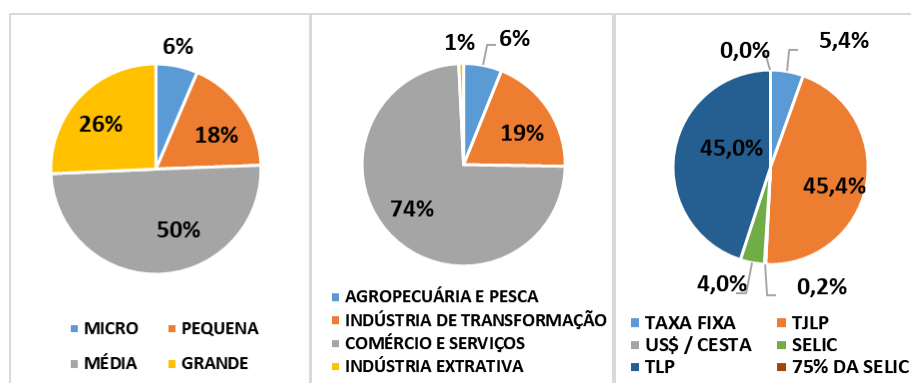


Gráfico 89 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Santander (2016-2018)

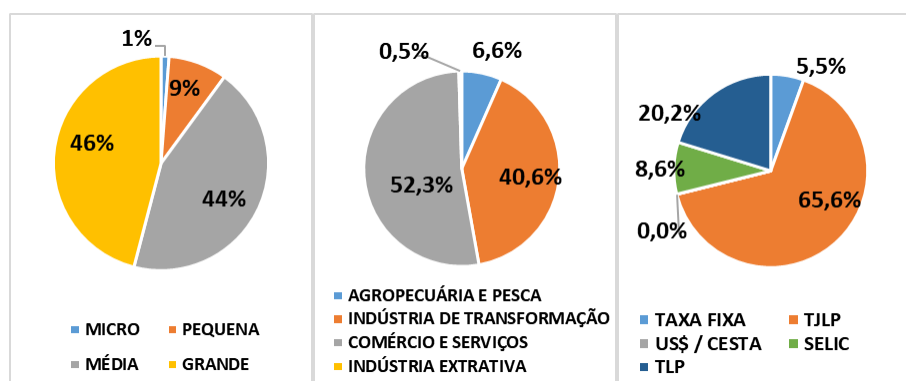


Gráfico 90 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Safra (2016-2018)

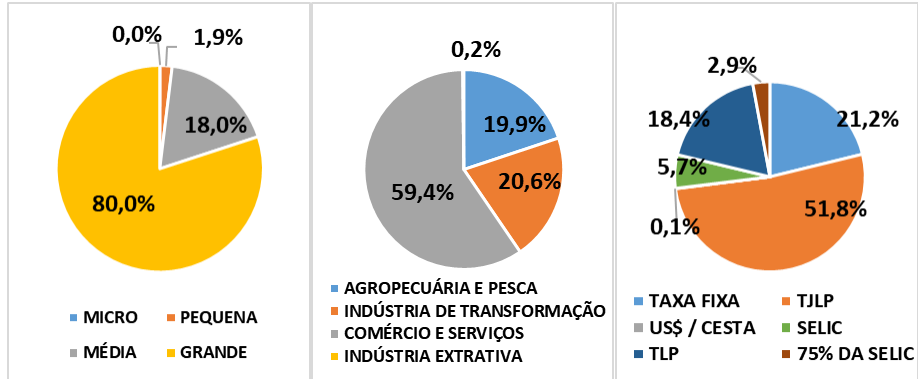


Gráfico 91 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco do Brasil (2016-2018)

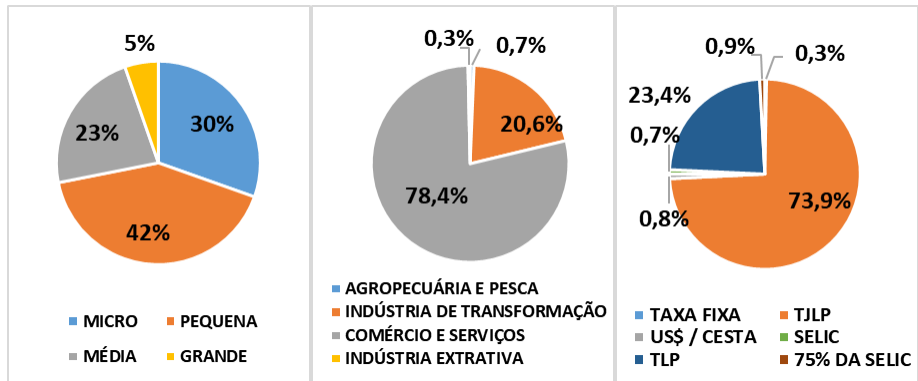


Gráfico 92 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Caixa Econômica (2016-2018)

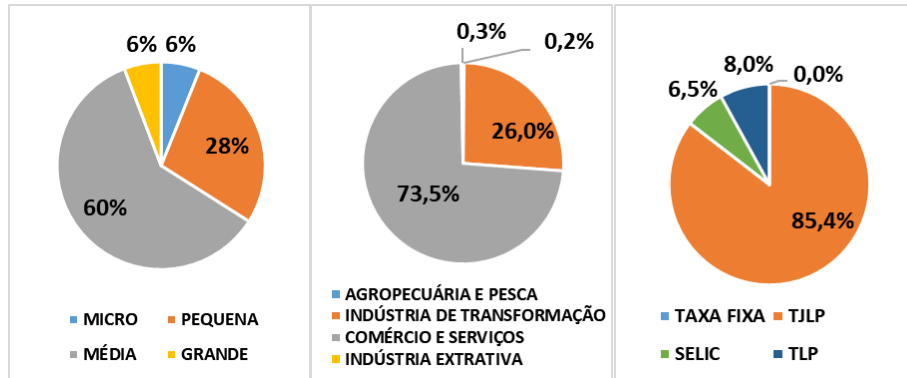
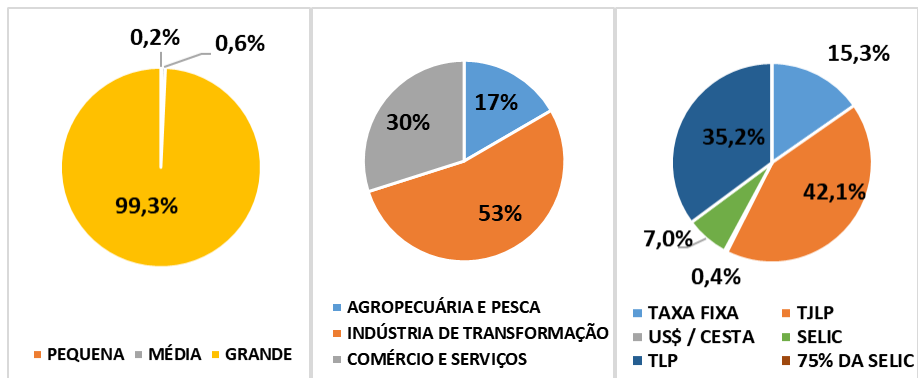


Gráfico 93 - BNDES - BNDES Indireto Automático - Banco Votorantim (2016-2018)



O Banco BTG Pactual não esteve credenciado no período como agente financeiro intermediário do BNDES Indireto automático. Conforme os dados, os bancos Itaú Unibanco, Bradesco e Caixa Econômica Federal destinaram a maior parte dos recursos que articularam às empresas de médio porte. Já os bancos Santander (Brasil), Safra e Votorantim direcionaram grande parte dos recursos às grandes empresas. O Banco do Brasil, por sua vez, intermediou 42% dos desembolsos do BNDES Indireto automático às empresas de pequeno porte, 30% às microempresas, 23% às de médio porte e 5% às de grande porte. Neste contexto, o Banco do Brasil parece ter assumido o papel da Caixa Econômica Federal, que, neste governo, apresentou comportamento similar às demais instituições financeiras investigadas. O setor Comércio e Serviços foi priorizado pelos agentes financeiros intermediários, exceto pelo Votorantim, que direcionou a maior parte dos recursos às empresas do setor Indústria de Transformação.

No tocante às taxas cobradas pelo BNDES, houve o predomínio da TJLP e, em menor medida, da TLP. A substituição da TJLP pela TLP, visando a equalização dos juros praticados no mercado, não apenas encareceu a longo prazo os créditos ofertados pelo BNDES, como também diminuiu, conseqüentemente, a concorrência do BNDES no mercado de crédito, reduzindo sua qualidade de instrumento estratégico de intervenção econômica para o desenvolvimento econômico e social, bem como de instrumento destinado à aplicação da política de crédito do país. A sustentação da substituição da taxa mencionada pautou-se na diminuição dos subsídios ofertados pelo governo, arrecadados via emissão de títulos públicos, e na diminuição do endividamento interno do país. No entanto, ao aproximar a TLP da inflação, o BNDES perdeu a sua capacidade de agir a partir de uma política anticíclica, especialmente nos períodos de crise econômica e de aumento da inflação, pois os recursos destinados ao fomento dos diversos setores produtivos tendem a encarecer.

De modo geral, com a exposição realizada, observamos o destino dos desembolsos do BNDES Indireto automático por meio da atuação dos principais agentes financeiros intermediários, também principais *dealers* do mercado de títulos públicos. Foi possível compreender como esses recursos circularam em cada governo e as diferenças no comportamento e na atuação dos bancos públicos e privados. A seguir, verificamos o destino dos desembolsos do BNDES Indireto não automático, ou seja, dos desembolsos que necessitam de análise e autorização prévias do BNDES para serem liberados aos prestatários.

3.2.3. BNDES Indireto não automático

3.2.3.1. Governo Lula 1 (2003 a 2006)

No período referente ao primeiro governo Lula, identificamos 26 instituições financeiras credenciadas pelo BNDES para atuar nas operações do BNDES Indireto não automático. Acreditamos que o número reduzido de instituições financeiras que operaram nesta modalidade tenha ocorrido em função dos valores intermediados, superior a R\$ 10 milhões, e da carteira de clientes dos bancos que acessam esta quantidade de recursos. O gráfico a seguir demonstra a proporção dos desembolsos realizados pelo BNDES Indireto não automático ao grupo de instituições financeiras credenciadas como agentes financeiros intermediários, também identificadas como principais *dealers* do mercado de títulos públicos no período, e para o grupo de instituições financeiras credenciadas pelo BNDES como agentes financeiros intermediários não identificados no grupo dos principais *dealers*.

Gráfico 94 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto não automático - Agentes financeiros intermediários - Principais *dealers* e outros (Governo Lula 1) - Em %



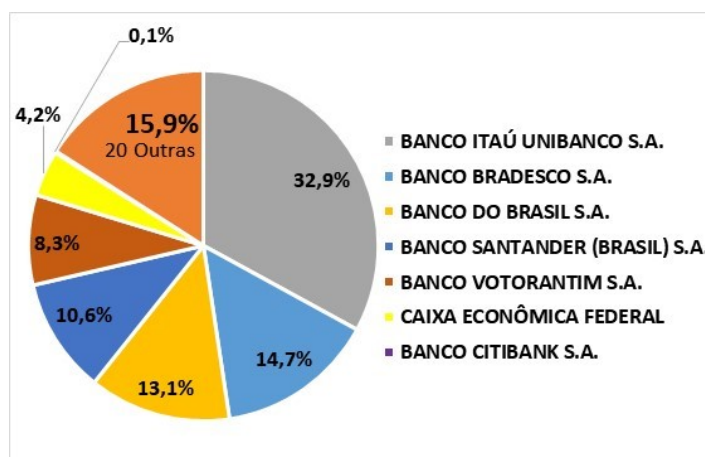
Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Das 27 instituições financeiras credenciadas para intermediar os desembolsos do BNDES Indireto não automático, as sete principais pertenciam ao grupo dos principais *dealers* do mercado de títulos públicos no período, movimentando 84% dos recursos do BNDES nessas operações. As demais 20 instituições financeiras credenciadas movimentaram apenas 16% dos desembolsos. Ainda que um número menor de instituições tenha operado na modalidade não automática, é possível constatar a alta concentração das instituições *dealers* nesta atividade.

Considerando as principais instituições financeiras intermediárias credenciadas pelo BNDES Indireto não automático e os valores descritos nos relatórios publicados na Central de

Downloads do sítio eletrônico do BNDES, elaboramos o gráfico abaixo para demonstrar a proporção intermediada por cada agente investigado, sobre o total dos valores intermediados.

Gráfico 95 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 1) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Os bancos Itaú Unibanco e Bradesco articularam juntos 47,6% do montante total intermediado pelas instituições financeiras analisadas. Já a parcela articulada pelos bancos públicos, considerando o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, representou apenas 17,3% deste montante. Abaixo, disponibilizamos uma tabela contendo os valores intermediados por cada agente, a porcentagem sobre os principais *dealers* e a porcentagem acumulada sobre estes, além da porcentagem sobre o total geral e a porcentagem acumulada sobre este total.

Tabela 7 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 1)

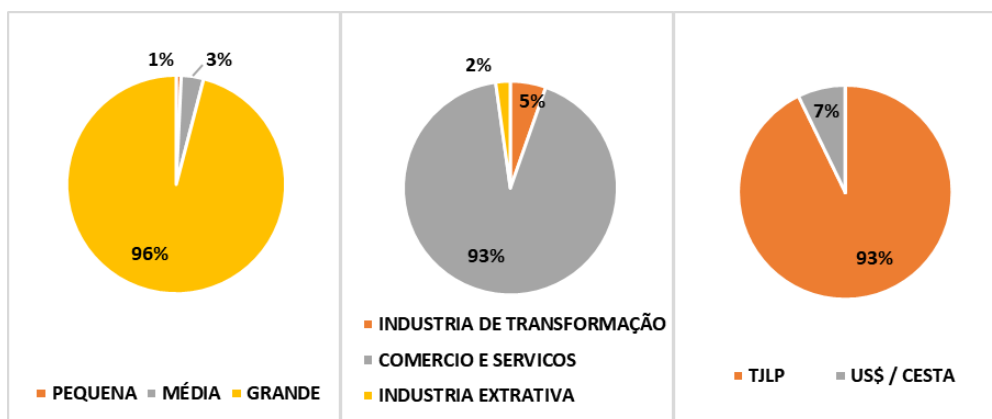
BNDES INDIRETO NÃO AUTOMÁTICO					
<i>Dealers</i> /Agentes financeiros intermediários	R\$	% sobre os <i>dealers</i>	% acumulado sobre <i>dealers</i>	% sobre o total geral	% acumulado sobre total geral
Banco Itaú	1.803.411.620,00	39,20	39,20	32,95	32,95
Banco Bradesco	802.920.791,00	17,45	56,65	14,67	47,62
Banco do Brasil	718.015.156,00	15,61	72,26	13,12	60,74
Banco Santander (Brasil)	582.515.722,67	12,66	84,92	10,64	71,38
Banco Votorantim.	455.242.259,70	9,89	94,81	8,32	79,70
Caixa Econômica Federal	230.870.526,09	5,02	99,83	4,22	83,92
Banco Citibank	8.030.843,80	0,17	100,00	0,15	84,06
Total <i>Dealers</i> (sete)	4.601.006.919,26	100,00	---	84,06	---
Total Outras (20)	872.437.430,37	---	---	15,94	---
TOTAL GERAL (27)	5.473.444.349,63	---	---	100,00	---

Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

De acordo com a tabela, os bancos Itaú Unibanco e Bradesco, juntos, intermediaram 56,65% dos desembolsos do BNDES Indireto não automático, considerando o percentual sobre o total dos principais *dealers*, e 47,62%, considerando o percentual sobre o total geral. A parcela dos recursos articulada pelos bancos públicos, sendo o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, foi de 20,63% sobre o total dos *dealers* analisados, e 17,34% sobre o total geral.

Para facilitar a visualização do destino dos desembolsos do BNDES movimentados pelas principais instituições financeiras *dealers*, elaboramos os gráficos abaixo contendo informações sobre porte das empresas beneficiadas, o setor de atuação conforme a CNAE e os tipos de taxas de juros aplicadas aos agentes financeiros intermediários pelo BNDES.

Gráfico 96 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Principais *dealers*/Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Lula 1)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Elaboração Própria.

De acordo com os dados, verificamos o foco no beneficiamento de empresas de grande porte, com o direcionamento de 96% dos desembolsos, especialmente voltado às empresas vinculadas ao setor Comércio e Serviços, que receberam 93% dos recursos. Tal fato pode estar associado às características da modalidade não automático, como a necessidade de consulta e de aprovação prévia do BNDES para a liberação dos empréstimos, e o valor mínimo estabelecido em R\$ 10 milhões, pouco acessível às micro, pequenas e médias empresas. A taxa de juros aplicadas em 93% dos desembolsos intermediados foi a TJLP, variando de 11% em 2003, para 6,85% em 2006. Em menor medida, foi aplicada a US\$/Cesta.

A partir da atuação de cada instituição financeira credenciada, também principais *dealers* no período, disponibilizamos o conjunto de gráficos a seguir, considerando o porte das empresas beneficiadas pelos desembolsos do BNDES Indireto automático, o setor ao qual pertenciam conforme a CNAE e os tipos de taxas aplicadas aos agentes pelo BNDES.

Gráfico 97 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Itaú Unibanco (2003- 2006)

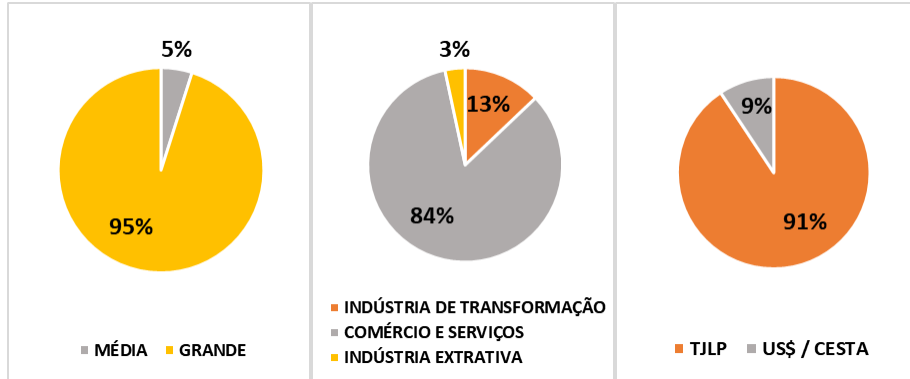


Gráfico 98 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Bradesco (2003-2006)

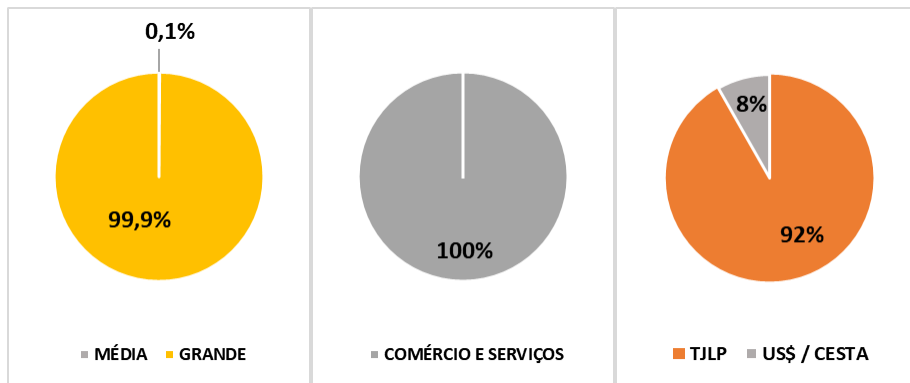


Gráfico 99 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco do Brasil (2003- 2006)

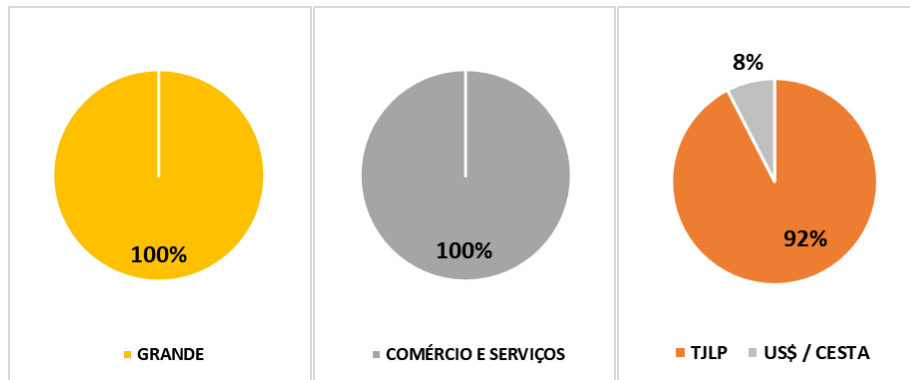


Gráfico 100 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Santander (2003-2006)

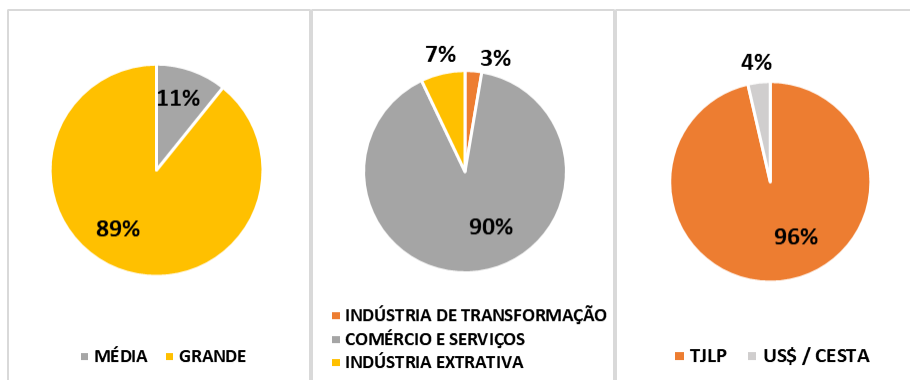


Gráfico 101 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Votorantim (2003-2006)

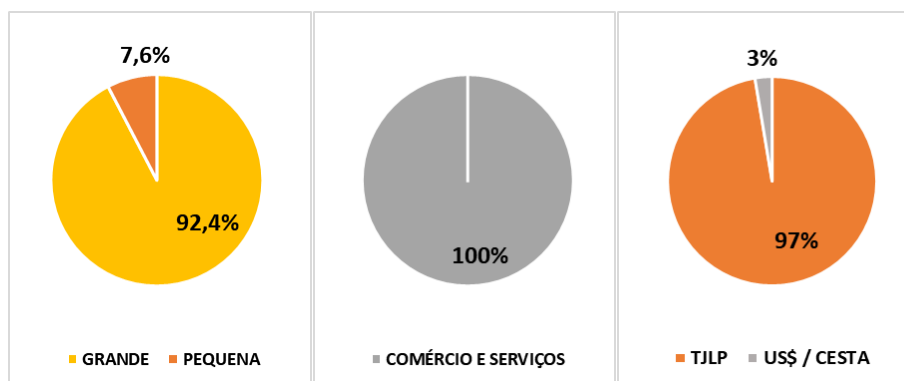


Gráfico 102 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Caixa Econômica (2003-2006)

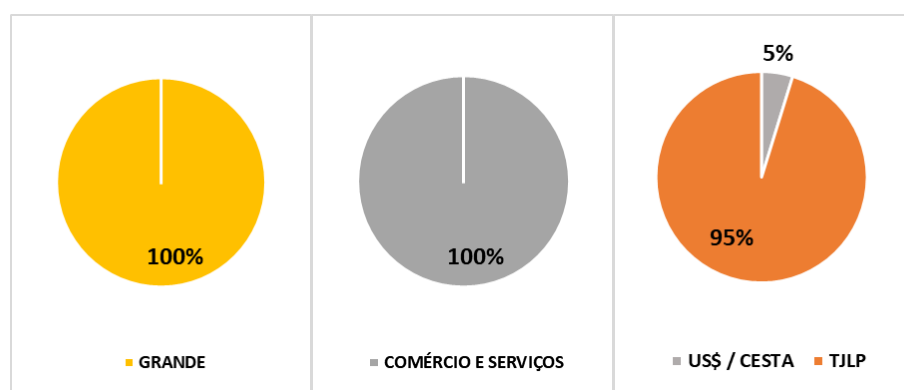
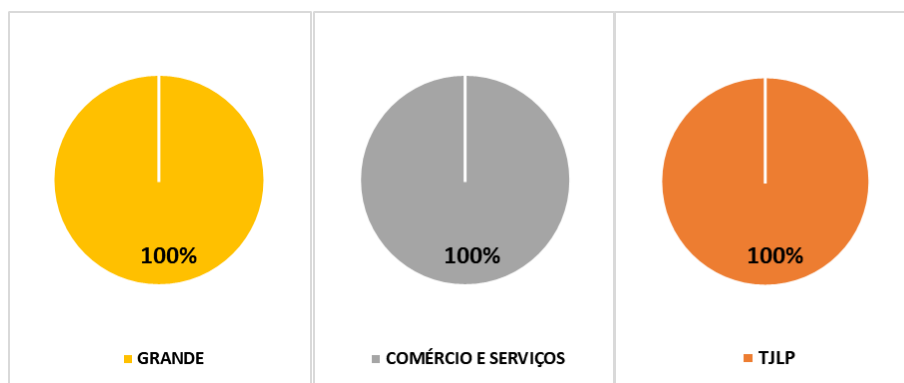


Gráfico 103 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Citibank (2003-2006)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Elaboração Própria.

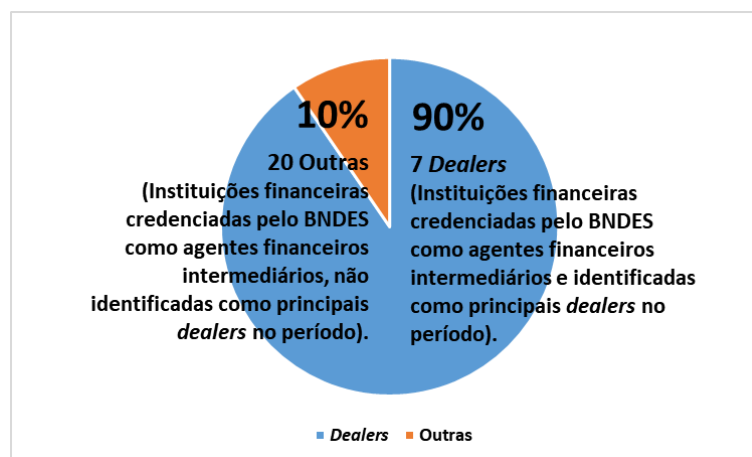
Os bancos UBS Pactual, ABN Amro Bank, HSBC Bank Brasil e o Banco JP Morgan não foram credenciados no período para operar junto ao BNDES Indireto não automático como agentes financeiros intermediários. A partir dos dados disponibilizados acima, observamos que todos os agentes financeiros destinaram quase a totalidade dos recursos intermediados às empresas de grande porte e, especialmente, as vinculadas ao setor Comércio e Serviços. A Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil, mais flexíveis no fomento às micros, pequenas e médias empresas na modalidade automático, priorizaram o aporte às grandes empresas. A

principal taxa de juros aplicada pelo BNDES aos agentes no período foi a TJLP e, em menor medida, verificamos a aplicação da taxa US\$/Cesta, taxa utilizada na contratação das operações com equivalência em dólares norte-americanos, a partir de recursos captados em moeda estrangeira.

3.2.3.2. Governo Lula 2 (2007 a 2010)

No período referente ao segundo governo Lula, encontramos 27 instituições financeiras credenciadas pelo BNDES para atuar nas operações do BNDES Indireto não automático como agentes financeiros intermediários. A partir dos dados contidos nas planilhas disponibilizadas no sítio eletrônico do BNDES, elaboramos o gráfico abaixo contendo os desembolsos aos agentes, conforme a classificação de principais *dealers* e outros.

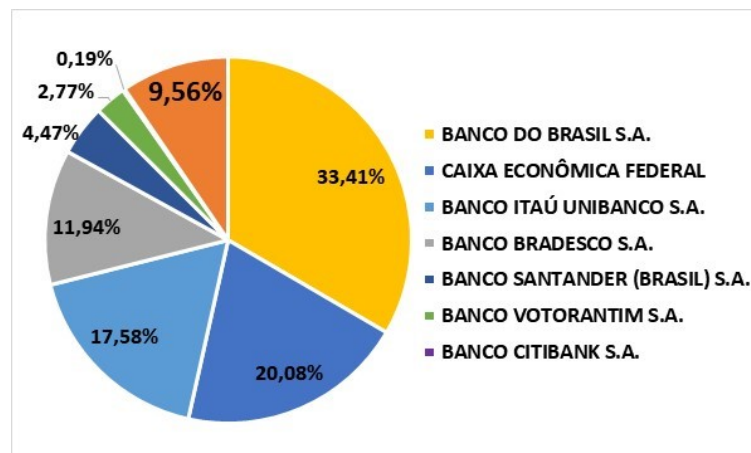
Gráfico 104 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto não automático - Agentes financeiros intermediários - Principais *dealers* e outros (Governo Lula 2) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Das 27 instituições financeiras credenciadas, as sete principais também pertenciam ao rol dos principais *dealers* do mercado de títulos públicos, movimentando 90% dos desembolsos do BNDES Indireto nesta modalidade. As demais 20 instituições financeiras credenciadas movimentaram juntas apenas 10% dos valores. Considerando as principais instituições financeiras, também *dealers* no período, e os valores descritos nos relatórios consultados, elaboramos o gráfico abaixo para demonstrar a proporção intermediada por cada agente financeiro intermediário.

Gráfico 105 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 2) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Houve expressiva participação do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal na intermediação dos desembolsos do BNDES Indireto não automático, representando 53,49% do montante. Em menor medida, verificamos a participação dos bancos privados, intermediando 36,95% destes valores. Abaixo, disponibilizamos uma tabela contendo os valores intermediados por cada agente, a porcentagem sobre os principais *dealers* e a porcentagem acumulada sobre estes, além da porcentagem sobre o total geral e a porcentagem acumulada sobre este total.

Tabela 8 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Lula 2)

BNDES INDIRETO NÃO AUTOMÁTICO					
<i>Dealers/Agentes financeiros intermediários</i>	R\$	% sobre os <i>dealers</i>	% acumulado sobre <i>dealers</i>	% sobre o total geral	% acumulado sobre total geral
Banco do Brasil	5.959.140.921,00	36,95	36,95	33,41	33,41
Caixa Econômica Federal	3.582.165.148,00	22,21	59,16	20,08	53,49
Banco Itaú Unibanco	3.134.729.159,00	19,43	78,59	17,58	71,07
Banco Bradesco	2.129.859.973,22	13,20	91,79	11,94	83,01
Banco Santander (Brasil)	797.028.667,00	4,94	96,73	4,47	87,48
Banco Votorantim.	493.377.858,00	3,06	99,79	2,77	90,25
Banco Citibank	34.221.276,55	0,21	100,00	0,19	90,44
Total Dealers (sete)	16.130.523.002,77	100,00	---	90,44	---
Total Outras (20)	1.704.977.671,10	---	---	9,56	---
TOTAL GERAL (27)	17.835.500.673,87	---	---	100,00	---

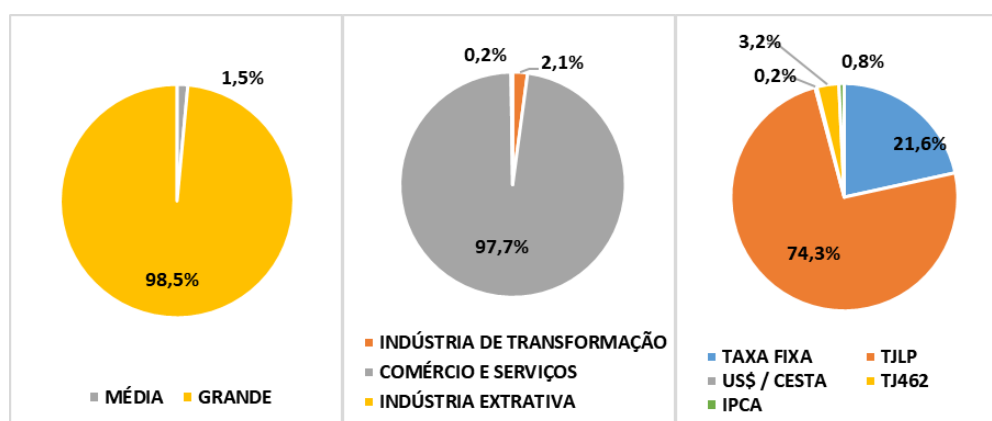
Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Os bancos privados, considerando o Itaú Unibanco, o Votorantim, o Bradesco, o Citibank e o Santander (Brasil), articularam juntos 40,84% dos desembolsos do BNDES

Indireto não automático, considerando o percentual sobre os principais *dealers*, e 36,94%, considerando o percentual sobre o total geral. Já o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal articularam juntos 59,16% o percentual sobre os *dealers* analisados, como apontando, e 53,49% sobre o total geral. Esta observação demonstrou uma inversão do que fora verificado no governo anterior e do que fora verificado na modalidade automático no período total deste estudo.

Investigando o destino dos desembolsos, elaboramos os gráficos abaixo contendo informações sobre o porte das empresas beneficiadas, o setor CNAE referente, e as taxas aplicadas aos agentes intermediários pelo BNDES.

Gráfico 106 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Principais *dealers*/Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Lula 2)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Os desembolsos do BNDES Indireto não automático articulados pelas instituições financeiras, também principais *dealers* no período referente ao segundo governo Lula, foram direcionados, quase em sua totalidade, às empresas de grande porte, especialmente ligadas ao setor Comércio e Serviços. Isso implica afirmar que, ainda que os bancos públicos tenham intermediado grande parte dos desembolsos do BNDES Indireto não automático, os recursos foram destinados às empresas de grande porte, 98,5%, conforme veremos em detalhes a seguir.

A taxa mais aplicada pelo BNDES no período foi a TJLP, em 74,3% das operações, e, em menor medida, a Taxa Fixa, em 21,6% das operações. Analisando a atuação de cada uma das instituições financeiras credenciadas, também *dealers* no período, disponibilizamos o conjunto de gráficos abaixo considerando o porte das empresas, o setor de atuação conforme a CNAE e os tipos de taxas de juros aplicadas aos agentes pelo BNDES.

Gráfico 107 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco do Brasil (2007-2010)

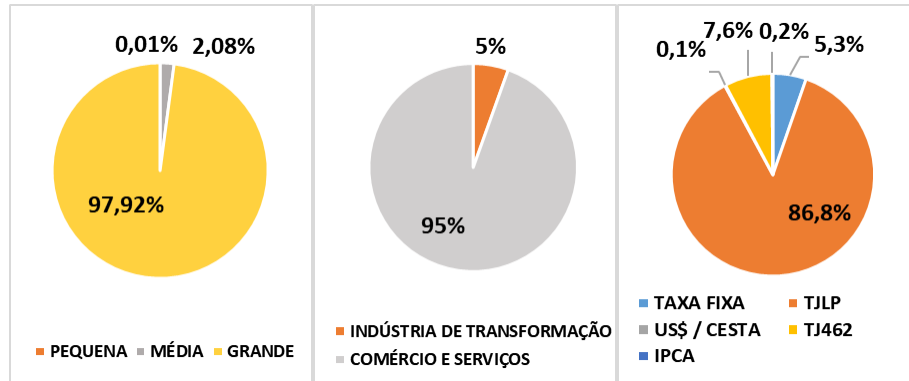


Gráfico 108 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Caixa Econômica (2007-2010)

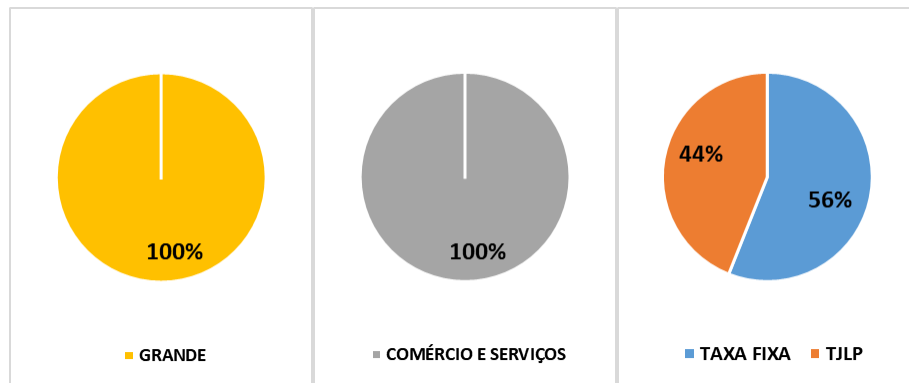


Gráfico 109 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Itaú Unibanco (2007-2010)

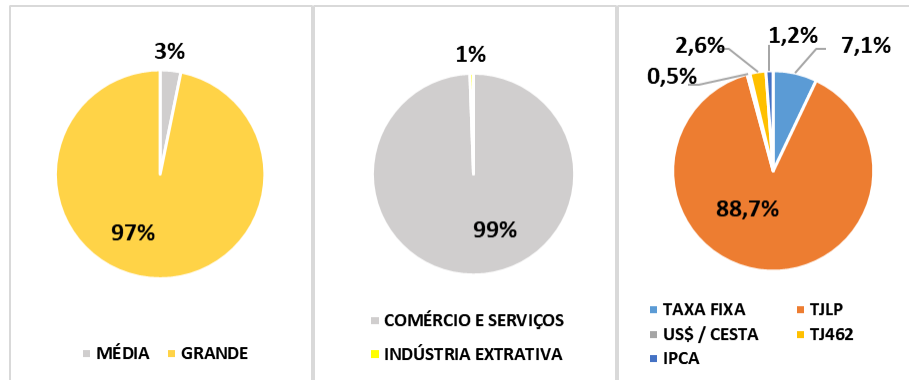


Gráfico 110 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Bradesco (2007-2010)

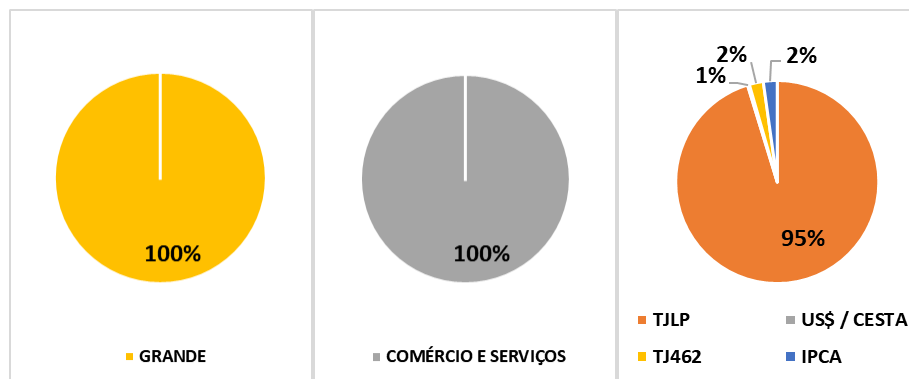


Gráfico 111- BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Santander (2007-2010)

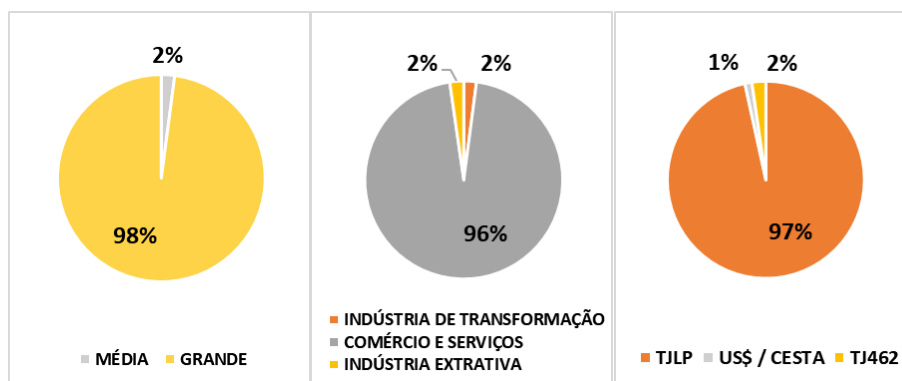


Gráfico 112 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Votorantim (2007-2010)

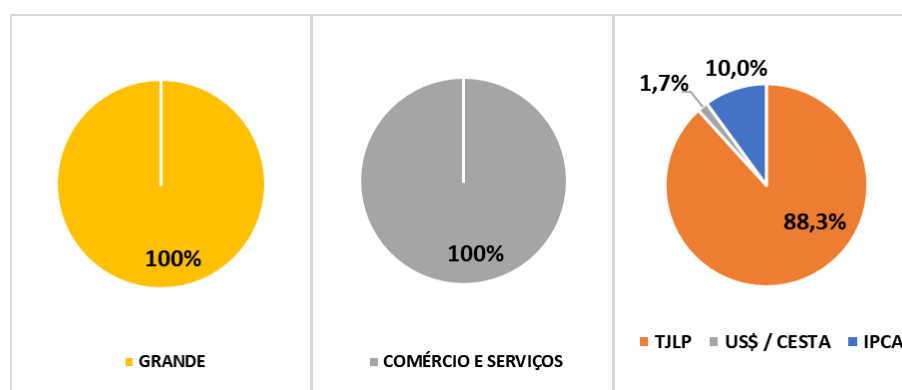
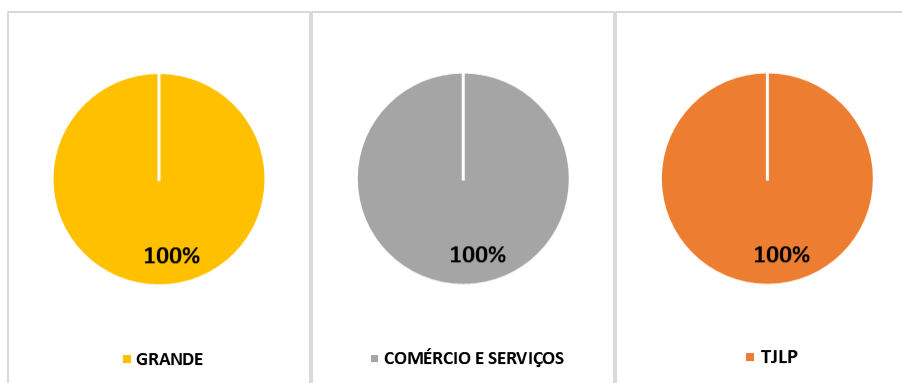


Gráfico 113 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Citibank (2007-2010)



Fonte: BNDES. Elaboração própria

Obs.: O Banco Citibank intermediou apenas uma operação.

Os bancos BTG Pactual e HSBC Bank Brasil não foram credenciados no período para operar no BNDES Indireto não automático. A partir dos gráficos, observamos que todos os agentes financeiros intermediários acima destinaram quase a totalidade dos recursos às empresas de grande porte, especialmente vinculadas ao setor Comércio e Serviços. Não houve diferenças nos comportamentos dos bancos públicos e dos bancos privados, exceto pela taxa aplicada pelo BNDES à Caixa Econômica Federal, predominando a Taxa Fixa em 56% das operações, variando de 1% a 27%, dependendo das negociações entre a instituição e o BNDES.

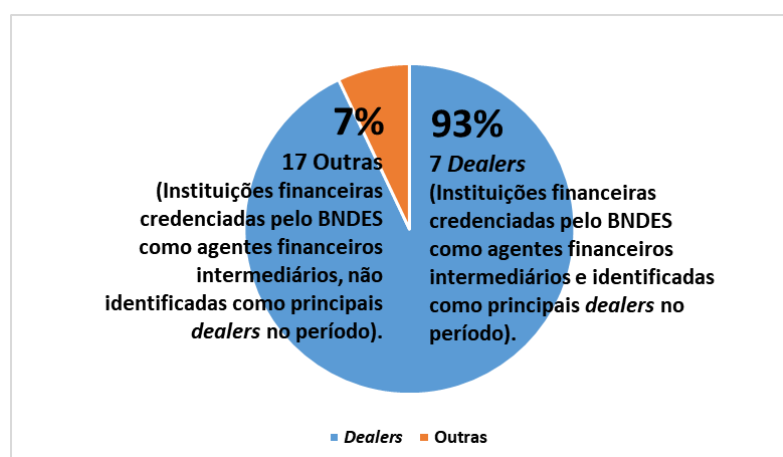
A TJLP foi taxa mais aplicada aos agentes intermediários, oscilando entre 6,25% a 6%, considerando o início e o fim do governo.

O segundo governo Lula atravessou o início da crise financeira internacional. Como estratégia para atenuar as consequências desta no país, o governo forçou a redução dos juros praticados do mercado, reduzindo os juros cobrados pelos bancos públicos. Neste contexto, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil passaram a articular grande parte dos desembolsos do BNDES Indireto não automático, comportamento não observado na modalidade automático onde ambos os bancos intermediaram apenas 26% dos desembolsos. Na modalidade não automático, o BNDES possui maior gerência sobre os recursos e, nesse sentido, é provável que o governo tenha atuado junto ao Banco para o enfrentamento da crise, ainda que grande parte dos recursos tenha sido destinada às grandes empresas.

3.2.3.3. Governo Dilma 1 (2011 a 2014)

No período referente ao primeiro governo Dilma, identificamos 24 instituições financeiras credenciadas como agentes financeiros intermediários nas operações do BNDES Indireto não automático. A partir dos dados disponibilizados no sítio eletrônico do BNDES, elaboramos o gráfico abaixo contendo os desembolsos para os agentes, conforme a classificação de principais *dealers* e outros.

Gráfico 114 - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto não automático - Agentes financeiros intermediários - Principais *dealers* e outros (Governo Dilma 1) - Em %

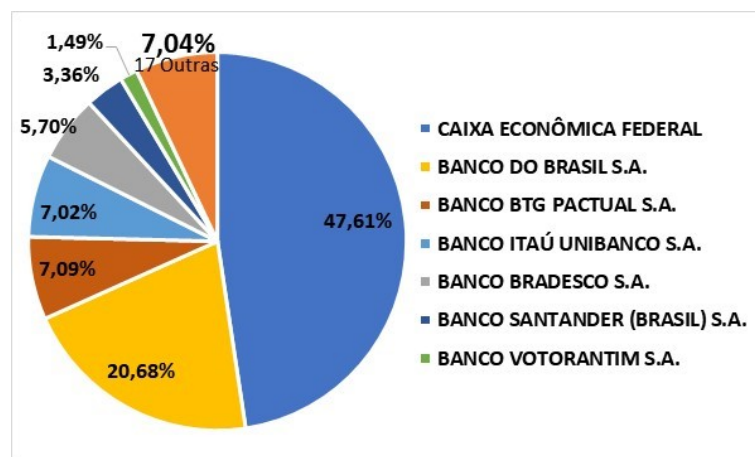


Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Das 24 instituições financeiras credenciadas como agentes financeiros intermediários do BNDES Indireto não automático, as sete principais também pertenciam ao rol dos principais *dealers* no primeiro governo Dilma, movimentando 93% dos desembolsos do BNDES nessas

operações. As demais 17 instituições financeiras credenciadas movimentaram juntas apenas 7% dos desembolsos do BNDES. Considerando as principais instituições financeiras *dealers* no período e os valores descritos nos relatórios consultados, elaboramos o gráfico abaixo para demonstrar a proporção intermediada por cada agente financeiro intermediário.

Gráfico 115 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 1) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Novamente, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil se destacaram, movimentando juntos 68,29% dos desembolsos do BNDES Indireto não automático, considerando o montante sobre o total geral, representando 14,8% a mais que o governo anterior, e 73,47% considerando o montante sobre intermediado pelos *dealers* analisados, como aponta a tabela a seguir. O destaque foi para a Caixa Econômica Federal, que passou a articular 47,61% sobre o total geral dos desembolsos do BNDES na modalidade não automático, um aumento de 27,53% em relação ao segundo governo Lula, e 51,22% sobre o total dos principais *dealers*. O Banco do Brasil, no entanto, sofreu redução nestas operações, passando de 33,41% para 20,68% sobre o total geral, e de 36,95% para 22,25% sobre o total dos *dealers* analisados no mesmo período. Os bancos privados, sendo os bancos Bradesco, Votorantim, Itaú Unibanco, Santander (Brasil) e BTG Pactual movimentaram juntos apenas 24,66% dos valores sobre o total geral, e 26,53% sobre o total dos principais *dealers*. A tabela abaixo contém os valores intermediados por cada agente analisado, a porcentagem sobre o total articulado pelos *dealers* analisados e a porcentagem acumulada sobre estes, além da porcentagem sobre o total articulado por todas as instituições credenciadas e a porcentagem acumulada sobre o total geral.

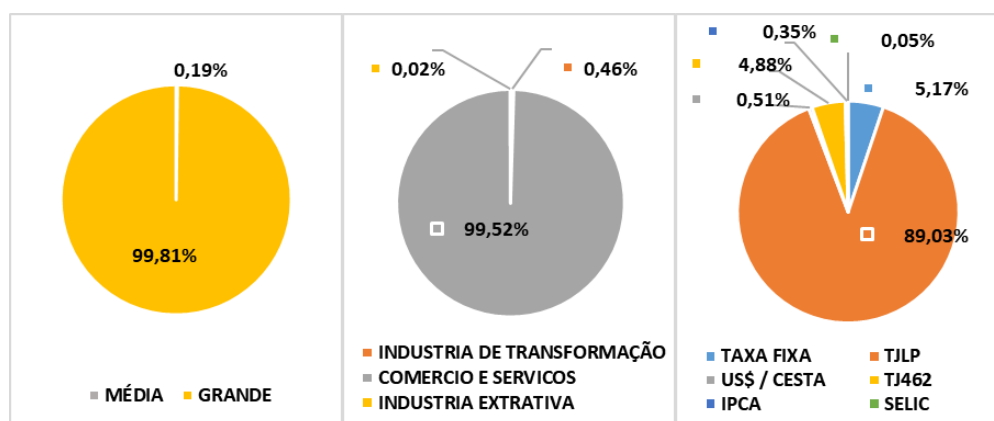
Tabela 9 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 1)

BNDES INDIRETO NÃO AUTOMÁTICO					
<i>Dealers</i> /Agentes financeiros intermediários	R\$	% sobre os <i>dealers</i>	% acumulado sobre <i>dealers</i>	% sobre o total geral	% acumulado sobre total geral
Caixa Econômica Federal	12.232.329.198,47	51,22	51,22	47,61	47,61
Banco do Brasil	5.312.838.602,54	22,25	73,47	20,68	68,29
Banco BTG Pactual	1.822.488.218,00	7,63	81,10	7,09	75,38
Banco Itaú Unibanco	1.803.101.338,87	7,55	88,65	7,02	82,40
Banco Bradesco	1.465.065.705,33	6,13	94,78	5,70	88,10
Banco Santander (Brasil)	862.251.234,83	3,61	98,39	3,36	91,46
Banco Votorantim	383.844.705,44	1,61	100,00	1,49	92,95
Total <i>Dealers</i> (sete)	23.881.919.003,48	100,00	---	92,96	---
Total Outras (17)	1.809.558.141,76	---	---	7,04	---
TOTAL GERAL (24)	25.691.477.145,24	---	---	100,00	---

Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Analisando o destino dos desembolsos do BNDES Indireto não automático intermediados pelas principais instituições financeiras *dealers*, elaboramos os gráficos abaixo contendo informações sobre o porte das empresas beneficiadas, o setor de atuação conforme a CNAE, e os tipos de taxas de juros aplicadas aos agentes pelo BNDES.

Gráfico 116 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Principais *dealers*/Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Dilma 1)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Segundo os dados, quase 100% dos desembolsos do BNDES Indireto não automático foi destinado às empresas de grande porte e ligadas ao setor Comércio e Serviços. A taxa mais

utilizada no período pelo BNDES foi a TJLP, variando de 6% em 2011, para 5% em 2014. Em menor medida observamos a aplicação, pelo BNDES, da Taxa Fixa e da TJ462²⁹.

Importante mencionar que a diferença entre a TJLP e a Taxa Selic, é o subsídio pago pelo governo, pois esta última tem sido utilizada como parâmetro no processo de captação de recursos. Durante o primeiro governo Dilma, houve aumento da Taxa Selic e atenuada redução da TJLP. Isso significa dizer que, com o crescimento da diferença entre as duas taxas, houve também o crescimento do subsídio do governo, coberto com a venda de novos títulos públicos. Como a TJLP e a Taxa Selic são definidas pelo CMN, as taxas podem ter sido estipuladas, entre outros, para intensificar as operações do mercado de títulos públicos brasileiros. Segundo Mota (2017), entre 2007 e 2016, os chamados subsídios implícitos da TJLP somaram R\$ 240 bilhões, sendo assim chamados pois não são inseridos ao orçamento aprovado pelo Congresso e não são pagos com recursos arrecadados, mas com emissão de títulos da dívida pública.

Analisando a atuação de cada agente financeiro intermediário, também principais *dealers* no período, exibimos os gráficos abaixo com a distribuição dos desembolsos por porte das empresas, por setor CNAE e pelas taxas aplicadas aos agentes intermediários pelo BNDES.

Gráfico 117 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Caixa Econômica (2011- 2014)

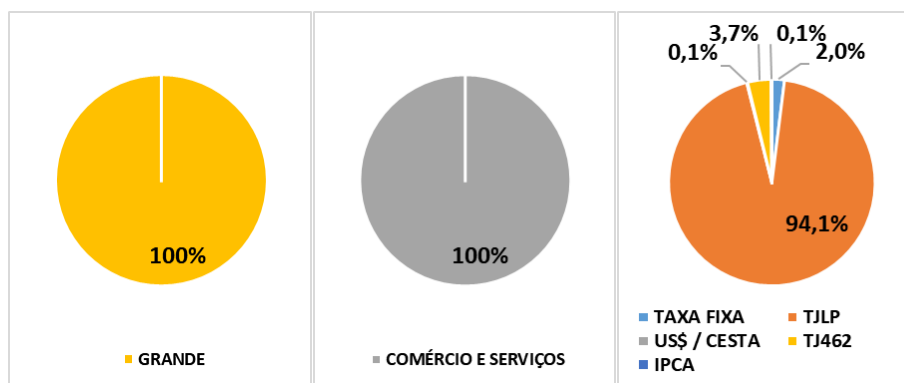
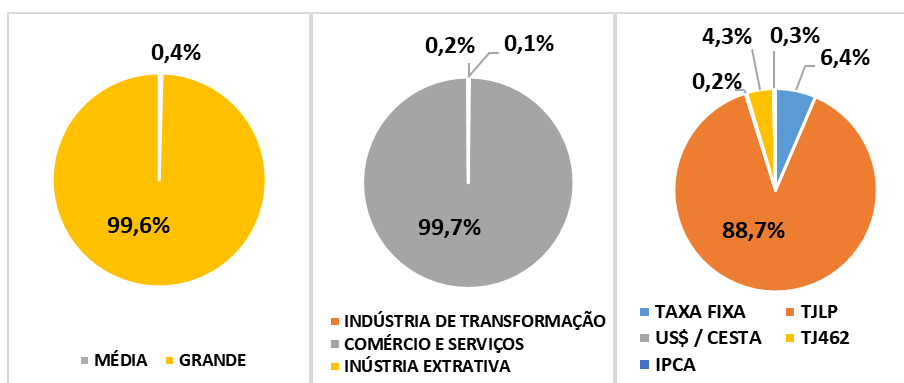


Gráfico 118 - BNDES - BNDES Indireto não Automático – Banco do Brasil (2011-2014)



²⁹ TJ462 é a taxa de juros estabelecida pela Medida Provisória 462/2009, representando a TJLP + 1,0% a.a.

Gráfico 119 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - BTG Pactual (2011-2014)

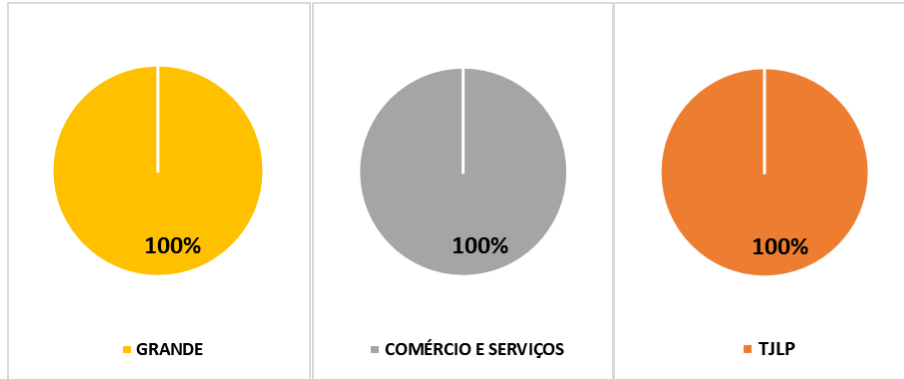


Gráfico 120 - BNDES - BNDES Indireto não Automático – Itaú Unibanco (2011-2014)

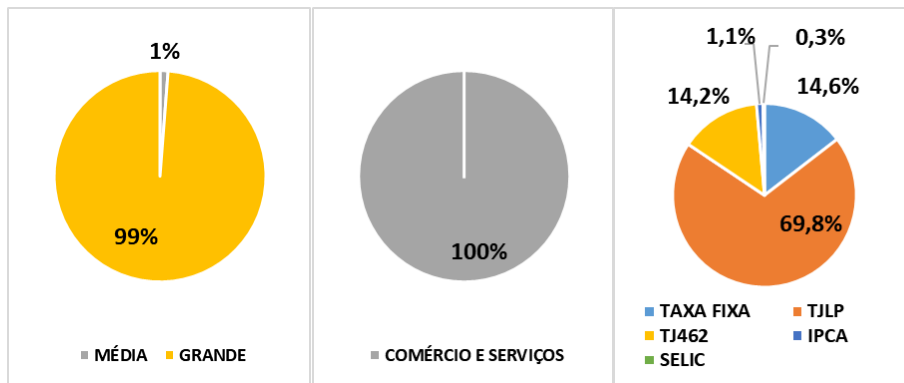


Gráfico 121 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Bradesco (2011-2014)

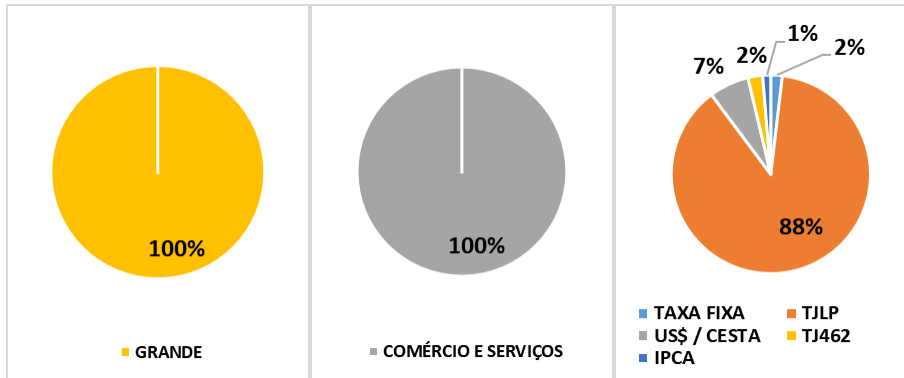


Gráfico 122 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Santander (2011-2014)

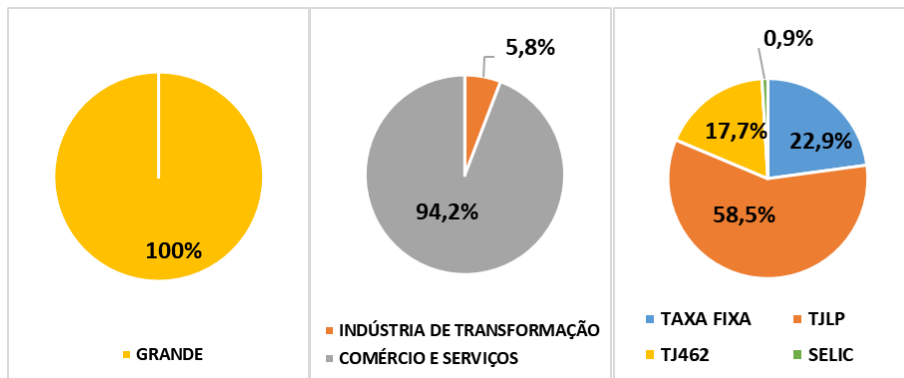
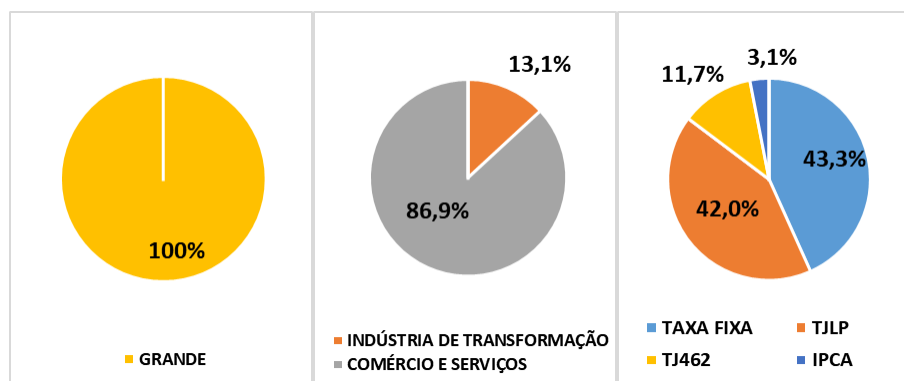


Gráfico 123 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Votorantim (2011-2014)

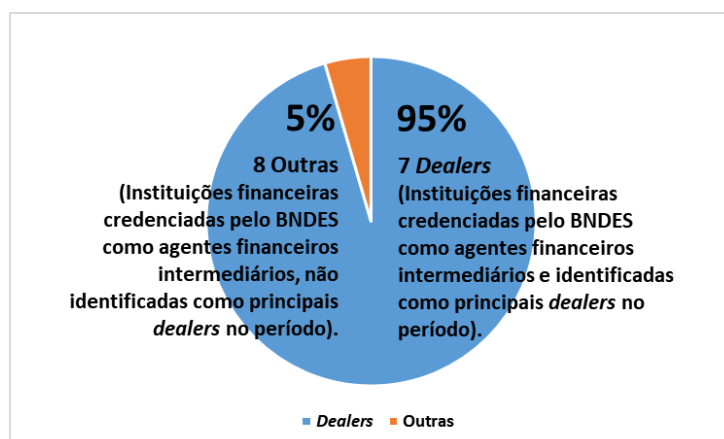


Fonte: BNDES. Central de Downloads. Elaboração Própria.

Os bancos HBSC Bank Brasil e Citibank, pertencentes ao grupo dos principais *dealers* atuantes no período, não foram credenciados como intermediários nas operações do BNDES Indireto não automático. O Banco BTG Pactual realizou apenas uma intermediação financeira no período. As demais instituições financeiras apresentaram perfis similares, fomentando empresas de grande porte e, em sua maior parte, vinculadas ao setor Comércio e Serviços. Os bancos Votorantim e Santander (Brasil) fomentaram, em menor medida, o setor Indústria de Transformação. Em grande parte dos recursos intermediados foi aplicada a TJLP, sendo o Banco Votorantim o único ao qual foi aplicada, ainda que em menor medida, a Taxa Fixa.

3.2.3.4. Governo Dilma 2 (2015 a 31/08/2016)

Durante o segundo governo Dilma, identificamos 15 instituições credenciadas como agentes intermediários nas operações do BNDES Indireto não automático. O gráfico apresenta os desembolsos para os agentes, conforme a classificação de principais *dealers* e outros.

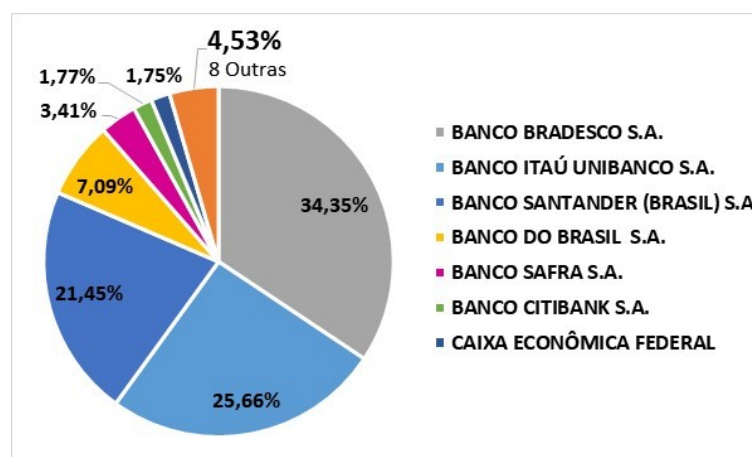
Gráfico 124 - BNDES - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto não automático - Agentes financeiros intermediários - Principais *dealers* e outros (Governo Dilma 2) - Em %

Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Das 15 instituições financeiras credenciadas como agentes financeiros intermediários do BNDES Indireto não automático, as sete principais pertenciam ao grupo dos principais *dealers*, movimentando 95% dos desembolsos do BNDES nestas operações. As demais oito instituições movimentaram juntas apenas 5% dos desembolsos no período. Assim, menos da metade das instituições financeiras movimentaram quase a totalidade dos recursos do BNDES Indireto não automático, sendo estas justamente as pertencentes ao grupo dos principais *dealers*.

Considerando as instituições financeiras *dealers* analisadas no período e os valores descritos nos relatórios consultados, elaboramos o gráfico abaixo para demonstrar a proporção intermediada por cada agente financeiro intermediário em questão.

Gráfico 125 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 2) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Os bancos Bradesco, Itaú Unibanco e Santander (Brasil) retomaram a posição de destaque, quando em comparação ao período anterior, articulando juntos 81,46% dos desembolsos do BNDES Indireto não automático sobre o total geral, e, conforme a tabela a seguir, 85,32% sobre o montante intermediado pelas principais instituições financeiras *dealers*. Os bancos públicos, sendo o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, movimentaram apenas 8,84% do montante sobre o total geral e 9,27% sobre o montante intermediado pelo conjunto de *dealers* analisados. Trata-se de uma mudança considerável em relação ao primeiro governo Dilma, também observável no capítulo anterior no mercado de títulos públicos.

Abaixo, disponibilizamos uma tabela contendo os valores intermediados por cada agente analisado, a porcentagem sobre os principais *dealers* e a porcentagem acumulada sobre estes, além da porcentagem sobre o total geral e a porcentagem acumulada sobre este total.

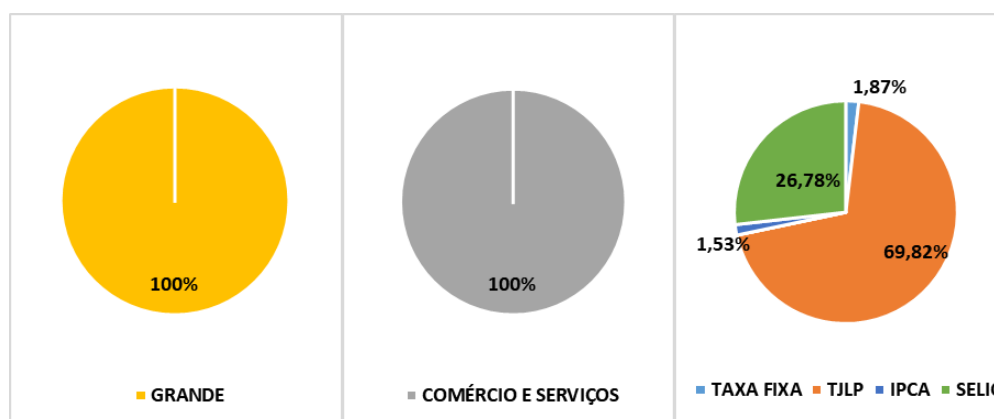
Tabela 10 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Dilma 2)

BNDES INDIRETO NÃO AUTOMÁTICO					
<i>Dealers</i> /Agentes financeiros intermediários	R\$	% sobre os <i>dealers</i>	% acumulado sobre <i>dealers</i>	% sobre o total geral	% acumulado sobre total geral
Banco Bradesco	1.935.532.945,15	35,98	35,98	34,35	34,35
Banco Itaú Unibanco	1.445.679.425,44	26,87	62,85	25,66	60,01
Banco Santander (Brasil)	1.208.725.881,55	22,47	85,32	21,45	81,46
Banco do Brasil	399.461.524,25	7,43	92,75	7,09	88,55
Banco Safra	192.103.500,34	3,57	96,32	3,41	91,96
Banco Citibank	99.466.545,07	1,85	98,17	1,77	93,72
Caixa Econômica Federal	98.868.243,70	1,84	100,00	1,75	95,47
Total <i>Dealers</i> (sete)	5.379.838.065,50	100,00	---	95,47	---
Total Outras (oito)	255.006.724,28	---	----	4,53	---
TOTAL GERAL (15)	5.634.844.789,78	---	---	100,00	---

Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Analisando o destino dos desembolsos do BNDES intermediados pelas instituições financeiras *dealers*, elaboramos gráficos com informações sobre o porte das empresas, o setor de atuação CNAE, e os tipos de taxas aplicadas aos agentes pelo BNDES.

Gráfico 126 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Principais *dealers*/Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Dilma 2)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Conforme verificamos, os desembolsos destinaram-se às grandes empresas do setor Comércio e Serviços. A taxa mais praticada foi a TJLP, variando de 7% em 2015, para 7,5% em 2016, e para 7% em 2017. A Taxa Selic, segunda mais adotada, atingiu 14,1% em 2015, 13,6% em 2016, e 6,9% em 2017. Os gráficos abaixo informam o porte das empresas, o setor CNAE e as taxas aplicadas, de acordo com a atuação de cada agente intermediário analisado.

Gráfico 127 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Bradesco (2015-2016)

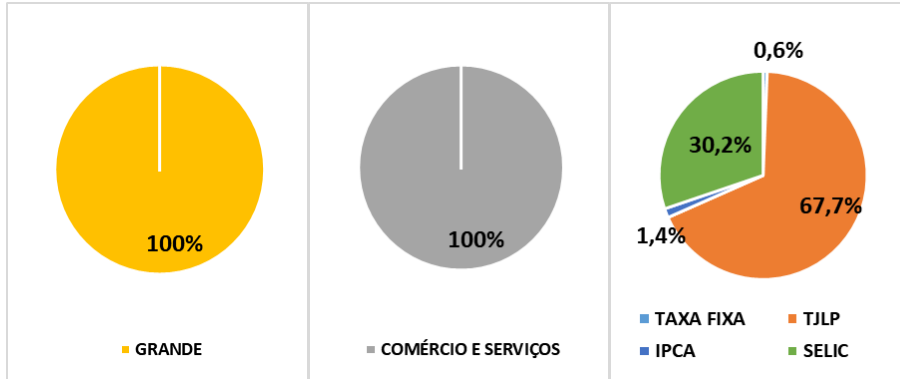


Gráfico 128 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Itaú Unibanco (2015-2016)

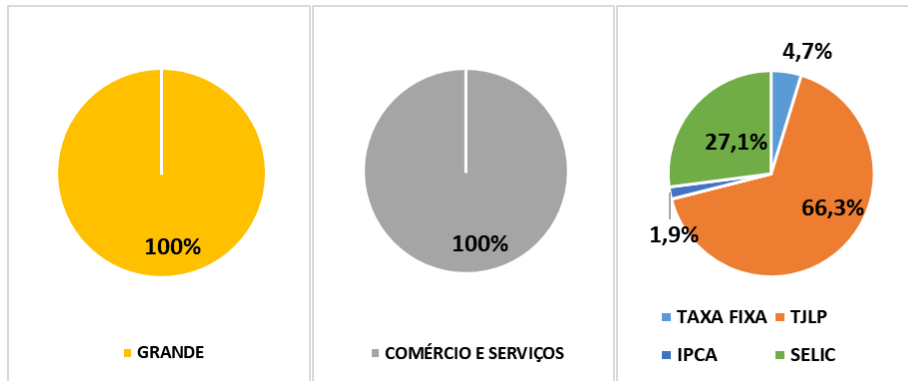


Gráfico 129 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Santander (2015-2016)

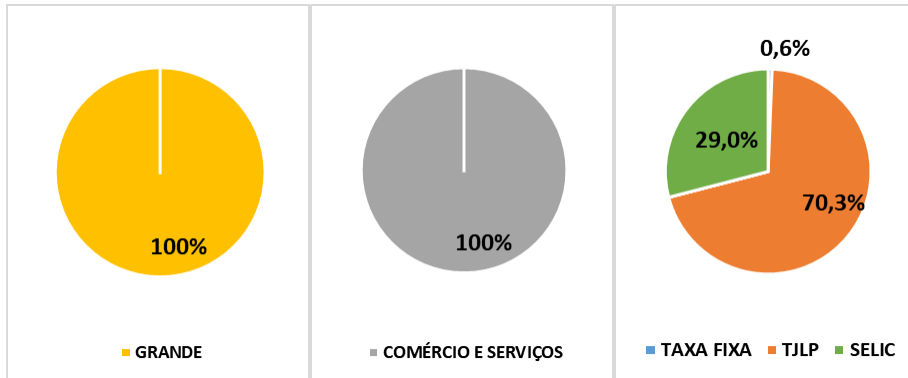


Gráfico 130 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco do Brasil (2015-2016)

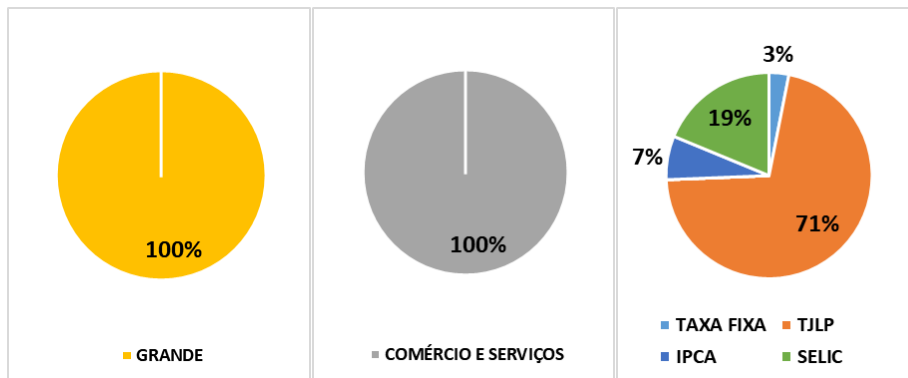


Gráfico 131 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Safra (2015-2016)

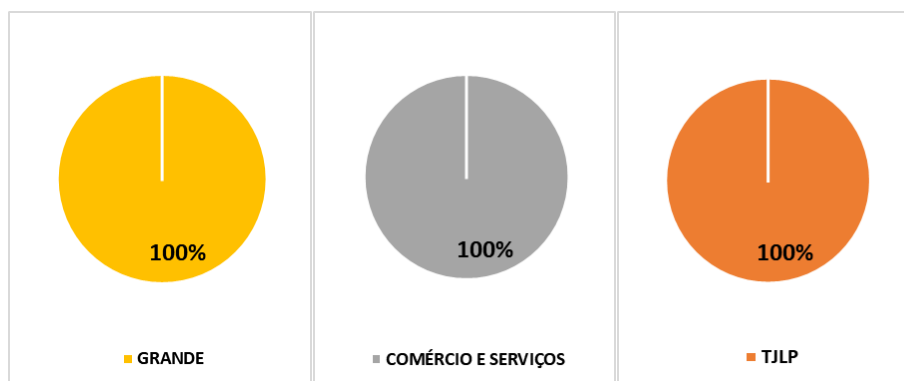


Gráfico 132 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Citibank (2015-2016)

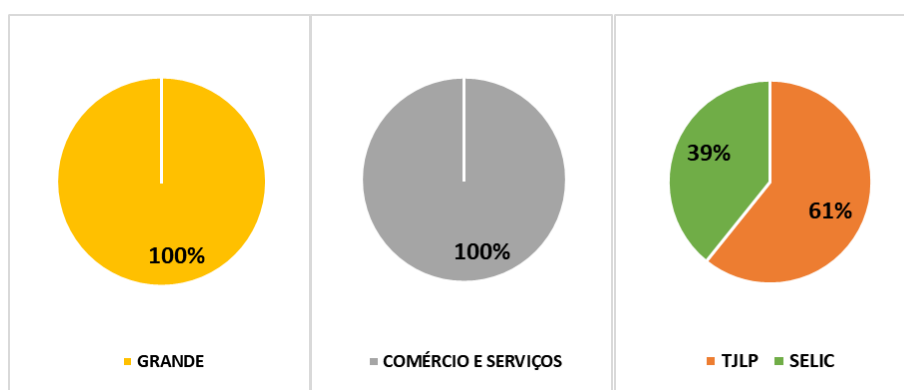
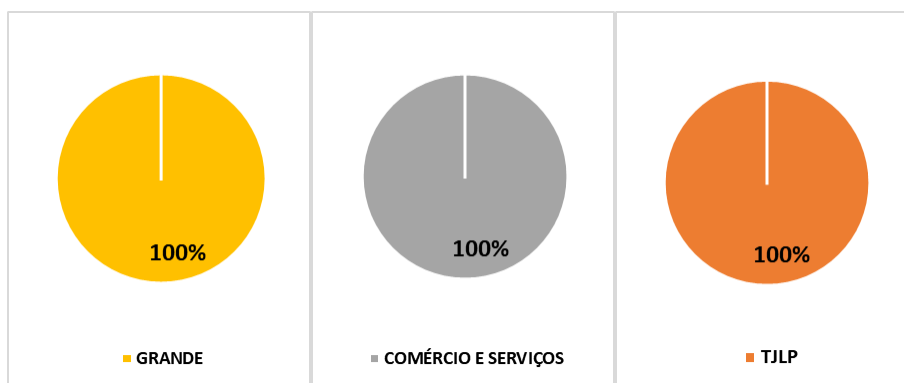


Gráfico 133 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Caixa Econômica (2015-2016)



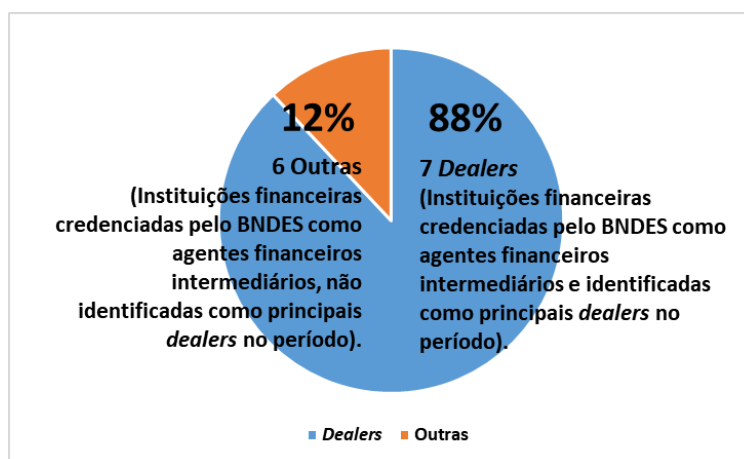
Fonte: BNDES. Elaboração própria

Os bancos BTG Pactual, JP Morgan e Goldman Sachs do Brasil não foram credenciados no período. As demais instituições apresentaram perfis similares, fomentando empresas de grande porte e do setor Comércio e Serviços. Como mencionado, a taxa mais aplicada foi a TJLP. No entanto, aos bancos Bradesco, Itaú Unibanco, Santander (Brasil), do Brasil e Citibank foi aplicada, em menor medida, a Taxa Selic, podendo indicar a diminuição do subsídio do governo.

3.2.3.5. Governo Temer (01/09/2016 a 2018)

Durante o governo Temer, encontramos 13 instituições financeiras credenciadas para operar o BNDES Indireto não automático como agentes financeiros intermediários. Para compreendermos melhor a distribuição destes recursos, o gráfico apresenta os desembolsos para os agentes, conforme a classificação de principais *dealers* e outros.

Gráfico 134 - BNDES - BNDES - Desembolsos do BNDES Indireto não automático - Agentes financeiros intermediários - Principais *dealers* e outros (Governo Temer) - Em %

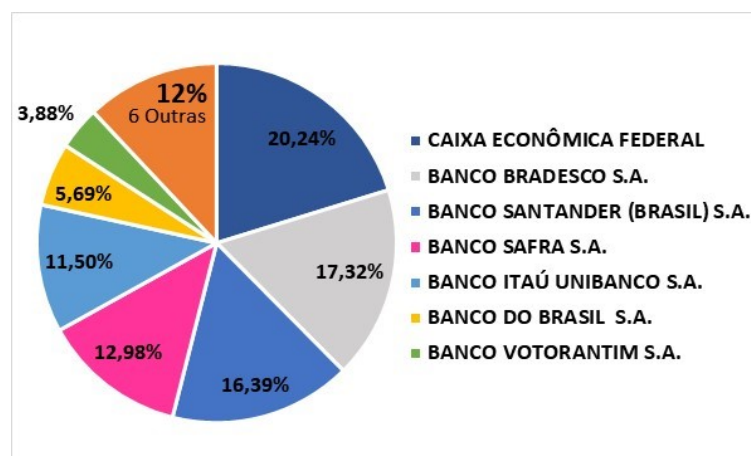


Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Dos 13 agentes financeiros intermediários do BNDES Indireto não automático, as sete principais pertenciam ao grupo dos principais *dealers* durante o governo Temer, movimentando 88% dos desembolsos do BNDES nestas operações. As demais seis instituições financeiras movimentaram juntas apenas 12% dos desembolsos. Considerando as principais instituições financeiras *dealers* no período e os valores descritos nos relatórios consultados, elaboramos o gráfico abaixo para demonstrar a proporção intermediada por cada agente financeiro intermediário, também principais *dealers* do mercado de títulos.

No gráfico, é possível observar a mudança no comportamento da Caixa Econômica Federal, assumindo posição de destaque, ainda que tenha ocorrido no período a diminuição da capacidade de empréstimos do BNDES, como apontado. É possível verificar também a diminuição do Banco do Brasil na atividade de intermediação, ficando apenas na frente do Banco Votorantim. O Banco Bradesco passou a ser o segundo agente financeiro intermediário no período, e o Banco Itaú Unibanco, ficou em quinto lugar, ainda que as participações tenham continuado expressivas.

Gráfico 135 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Temer) - Em %



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Abaixo, disponibilizamos uma tabela contendo os valores intermediados por cada agente analisado, a porcentagem sobre os *dealers* analisados e do acumulado sobre estes, além da porcentagem sobre o total geral e do acumulado sobre este total.

Tabela 11 - BNDES Indireto não automático - Participação dos principais *dealers* como agentes financeiros intermediários (Governo Temer)

BNDES INDIRETO NÃO AUTOMÁTICO					
<i>Dealers/Agentes financeiros intermediários</i>	R\$	% sobre os <i>dealers</i>	% acumulado sobre <i>dealers</i>	% sobre o total geral	% acumulado sobre total geral
Caixa Econômica Federal	1.086.704.189,02	23,00	23,00	20,24	20,24
Banco Bradesco	930.252.199,59	19,69	42,69	17,32	37,56
Banco Santander (Brasil)	880.031.864,66	18,62	61,31	16,39	53,95
Banco Safra	696.769.195,39	14,75	76,06	12,98	66,93
Banco Itaú Unibanco	617.681.226,98	13,07	89,13	11,50	78,43
Banco do Brasil	305.744.671,17	6,47	95,60	5,69	84,13
Banco Votorantim	208.077.098,02	4,40	100,00	3,88	88,00
Total Dealers (sete)	4.725.260.444,83	100,00	---	88,00	---
Total Outras (seis)	644.270.938,53	---	---	12,00	---
TOTAL GERAL (13)	5.369.531.383,36	---	---	100,00	---

Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

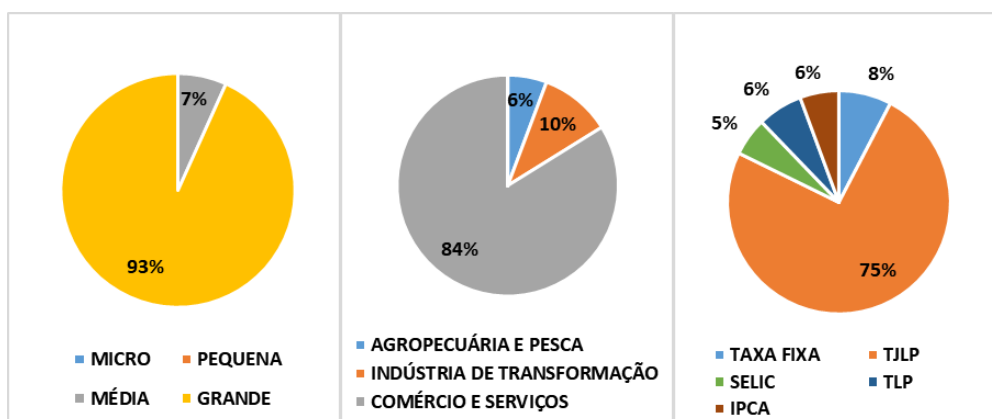
Como é possível observar, os bancos públicos, considerando o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, articularam 25,93% dos desembolsos do BNDES Indireto não automático sobre o total geral intermediado no período, 17,09% a mais do registrado no

segundo governo Dilma, 42,36% menor que no primeiro governo Dilma, 27,56% menor que no segundo governo Lula e 8,59% maior que o primeiro governo Lula.

Houve um aumento considerável da participação da Caixa Econômica Federal, sendo 20,24% sobre o total geral e 23% sobre o total dos principais *dealers*. Já a participação do Banco do Brasil diminuiu, passando de 7,09 % sobre o total geral e de 7,43% sobre o total dos *dealers* para 5,69% e 6,47%, respectivamente, no período analisado. Os bancos privados, considerando o Bradesco, o Santander (Brasil), o Safra, o Itaú Unibanco e o Votorantim, articularam juntos 70,53% dos desembolsos sobre o total dos *dealers*, e 62,07% sobre o total geral.

Analisando o destino dos aportes do BNDES Indireto não automático articulados pelas principais instituições financeiras credenciadas, também *dealers* no período, elaboramos os gráficos abaixo contendo informações sobre o porte das empresas beneficiadas, o setor de atuação conforme a CNAE, e os tipos de taxas de juros aplicadas aos agentes pelo BNDES.

Gráfico 136 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Principais *dealers*/Porte das empresas, CNAE e Taxa de juros (Governo Temer)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Verificamos que as empresas de grande porte vinculadas, principalmente, ao setor Comércio e Serviços foram as mais atendidas pelos desembolsos do BNDES Indireto não automático no período. A taxa de juros mais aplicada foi a TJLP. No entanto, verificamos a utilização, em menor medida, da Taxa Fixa, da Taxa Selic, do IPCA e da TLP. Analisando a atuação de cada uma das instituições financeiras credenciadas, também principais *dealers*, disponibilizamos o conjunto de gráficos abaixo considerando o porte das empresas beneficiadas pelos desembolsos do BNDES Indireto não automático, o setor CNAE em que atuavam e os tipos de taxas de juros aplicadas aos agentes pelo BNDES.

Gráfico 137 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Caixa Econômica (2016-2018)

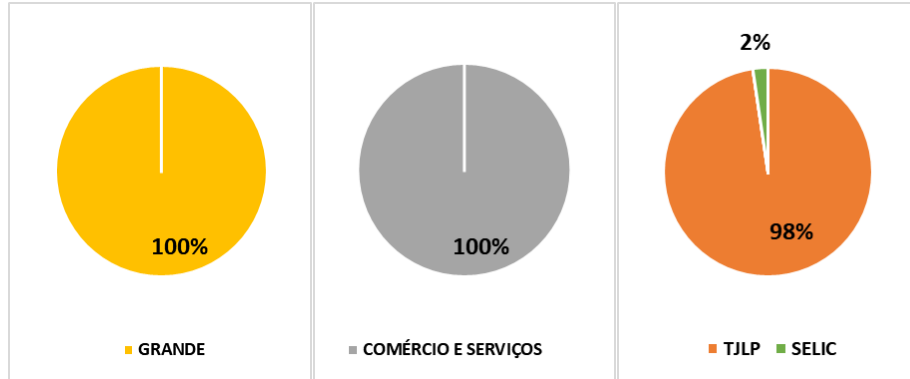


Gráfico 138 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Bradesco (2016-2018)

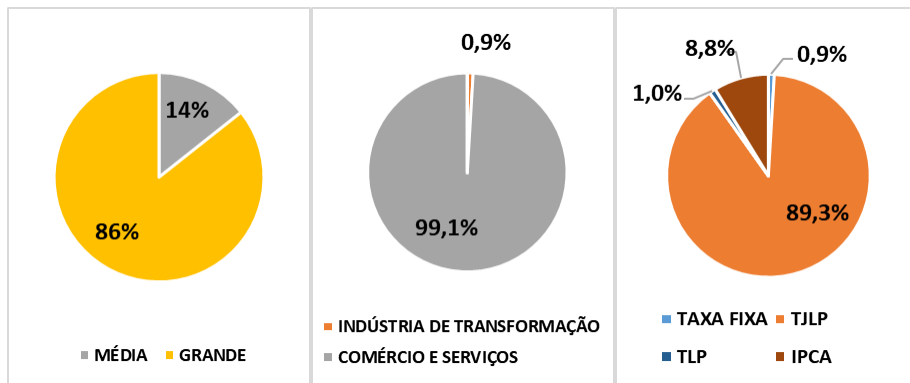


Gráfico 139 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Santander (2016-2018)

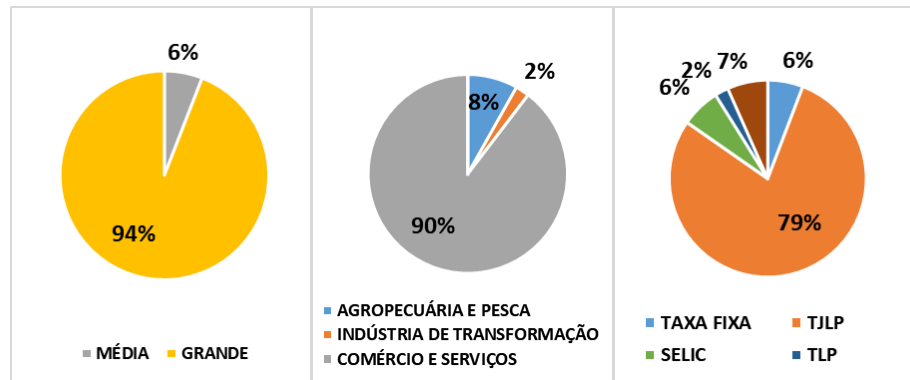


Gráfico 140 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Safra (2016-2018)

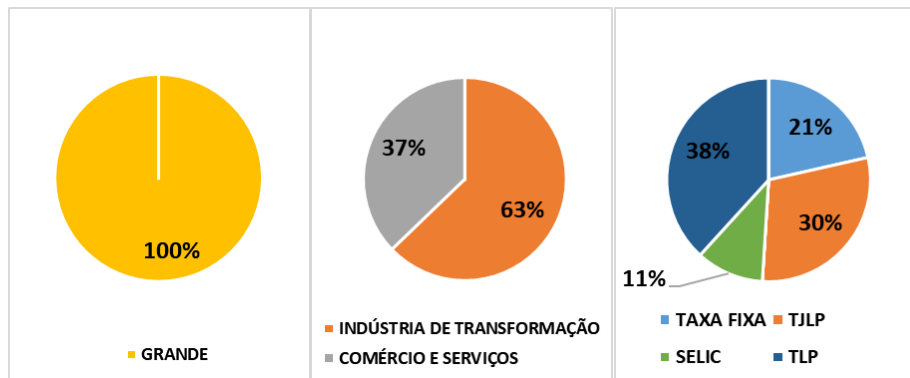


Gráfico 141 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Itaú Unibanco (2016-2018)

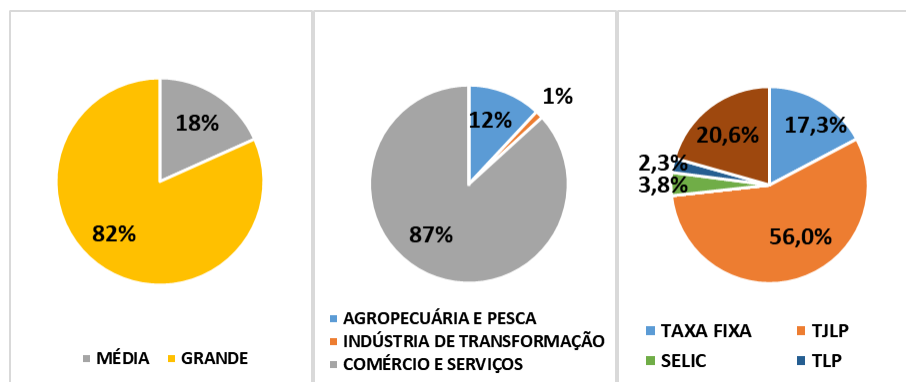


Gráfico 142 - BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco do Brasil (2016-2018)

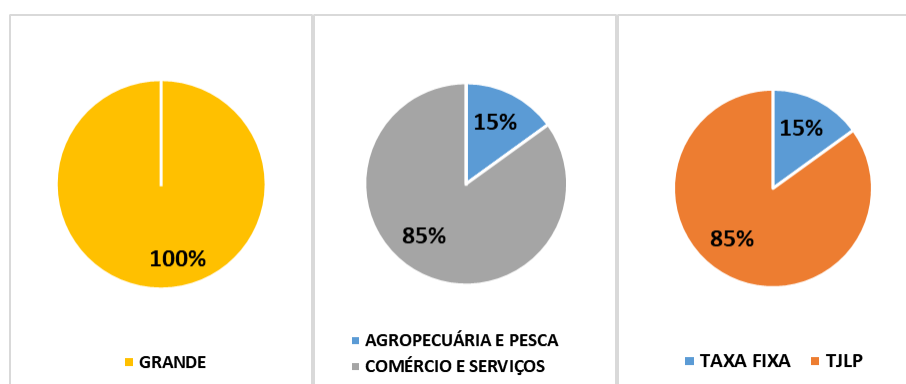
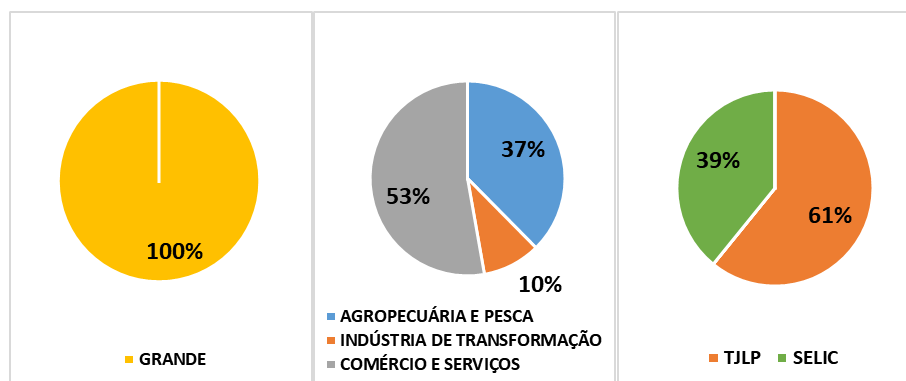


Gráfico 143- BNDES - BNDES Indireto não Automático - Banco Votorantim (2016-2018)



Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações na forma indireta não automática. Elaboração própria.

Observamos que, na intermediação dos recursos do BNDES Indireto não automático, todas as instituições *dealers* analisadas favoreceram as grandes empresas, em alguns casos chegando a 100% dos recursos intermediados. O setor de Comércio e Serviços predominou, com exceção do Banco Safra que direcionou 63% dos valores à Indústria de Transformação. Registre-se que o Banco Votorantim destinou 37% ao setor Agropecuária e Pesca. A TJLP foi a taxa mais aplicada aos agentes pelo BNDES no período, sendo que ao Banco Votorantim foi

aplicada a Taxa Selic em 39% das operações e ao Banco Safra a TLP em 38% das operações intermediadas com recursos do BNDES.

As diferenças observadas em relação ao governo anterior se referem, entre outros, à diminuição da participação dos bancos Bradesco e Itaú Unibanco na atividade de intermediação, e o aumento da participação da Caixa Econômica Federal e do Banco Safra na atividade no período. Outro aspecto observado se refere a menor aplicação da Taxa Selic pelo BNDES aos agentes, cuja qual apresentou considerável queda entre 2017 e 2018, ficando abaixo da própria TJLP que, por sua vez, predominou no período.

A seguir, trazemos um olhar geral sobre a atuação dos agentes financeiros intermediários do BNDES, considerando as modalidades automático e não automático, destacando alguns pontos relevantes para a continuidade da discussão proposta neste capítulo.

3.2.4 Panorama geral dos agentes financeiros intermediários do BNDES

O olhar individualizado aos agentes financeiros intermediários nos permitiu verificar a concentração da atividade de intermediação dos desembolsos do BNDES Indireto num pequeno grupo de instituições financeiras, também identificadas como principais *dealers* do mercado de títulos públicos. A tabela a seguir, sistematizando as informações apresentadas ao longo do capítulo, demonstra as proporções intermediadas por estes agentes, a pouca variação do número de instituições financeiras na atividade e a diminuição do número total de agentes credenciados pelo BNDES Indireto automático e não automático.

Tabela 12 - BNDES - BNDES Indireto - Principais *dealers* e outros (20003 a 2018)

Governos	BNDES Indireto Automático				BNDES Indireto não Automático			
	<i>Dealers</i>	%	Não <i>Dealers</i>	%	<i>Dealers</i>	%	Não <i>Dealers</i>	%
Lula 1	8	50	86	50	7	84	20	16
Lula 2	8	64	75	36	7	90	20	10
Dilma 1	8	63	70	37	7	93	17	7
Dilma 2	7	48	57	52	7	95	8	5
Temer	7	58	48	42	7	88	6	12

Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática e não automática. Elaboração própria.

Considerando que o acúmulo e a concentração financeira demanda da circulação deste capital a realização de mais capital, como apontado no primeiro capítulo, é compreensível que as maiores instituições financeiras se destaquem nas atividades do setor financeiro. Foi o que

observamos analisando o comportamento das instituições que atuaram tanto no mercado de títulos públicos, quanto no mercado de crédito por meio do BNDES Indireto.

Com esta compreensão, verificamos que a proporção do total do volume articulado na atividade de intermediação pelas instituições financeiras, também *dealers*, permaneceu alta no BNDES Indireto automático, sendo: 50% no primeiro governo Lula, 64% no segundo governo Lula, 63% no primeiro governo Dilma, 48% no segundo governo Dilma, e 58% no governo Temer. A proporção aumentou no BNDES Indireto não automático, sendo: 84% no primeiro governo Lula, 90% no segundo governo Lula, 93% no primeiro governo Dilma, 95% no segundo governo Dilma, e 88% no governo Temer. Como apontamos, a alta concentração na modalidade não automático pode estar relacionada aos valores intermediados, mínimo de R\$ 10 milhões, e à carteira de clientes destas instituições, favorecendo a intermediação dos valores.

Para analisarmos as diferenças entre a atuação das instituições financeiras públicas e a atuação das instituições financeiras privadas, acreditamos ser necessário, antes, discorreremos sobre diferenças entre a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil. A Caixa, como é conhecida, foi fundada em 1861 para incentivar a realização de poupanças e a contratação de empréstimos sob garantia do governo imperial. Ao longo dos anos, passou a ser acessada por camadas populares que procuravam segurança com os depósitos e a correção monetária dos valores economizados. Dentre os registros históricos existentes, é possível localizar poupanças iniciadas por escravos, destinadas a formação de pecúlio para a compra de cartas de alforria.

A Caixa, se tornando uma empresa pública com patrimônio próprio e autonomia administrativa em 1969, passa a ser utilizada como um importante instrumento na aplicação da política econômica do governo brasileiro, especialmente da política relacionada ao crédito, sobretudo do crédito habitacional. Atualmente, a Caixa centraliza operações relacionadas ao Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), ao Programa de Integração Social (PIS), ao Bolsa-Família, ao Seguro Desemprego, entre outros. Como órgão público, controlado pelo Tesouro Nacional, a Caixa integra o Sistema Financeiro Nacional, submetendo suas decisões e disciplina normativa ao ministro da Economia e à fiscalização do Bacen

O primeiro Banco do Brasil, considerado o primeiro banco da história de Portugal e do Império português, foi fundado em 1808 e faliu após o confisco de seus fundos pela família real portuguesa em 1829. O segundo Banco do Brasil, ativo até os dias atuais, foi criado em 1851 e ganhou notoriedade por abrir linhas de crédito rural para fazendeiros que desejavam recrutar imigrantes europeus após o fim da escravidão no Brasil. Nos moldes atuais, o Banco do Brasil é uma sociedade de economia mista e suas ações são divididas da seguinte maneira: 52,2% do Governo Federal, 24,2% do capital no país e 23,6% capital estrangeiro, sendo o

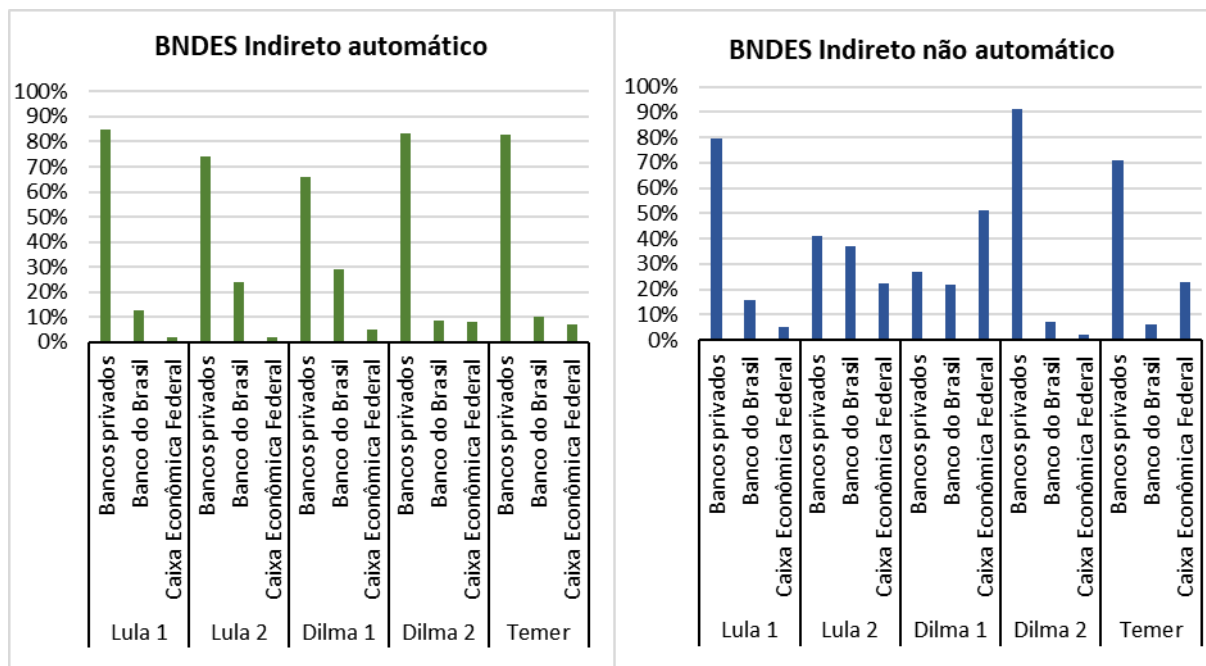
capital no país e o capital estrangeiro o percentual de ações *Free Float*, ou seja, ações em negociação na Bolsa de Valores, segundo Carta Anual de Políticas Públicas e Governança Corporativa do Banco do Brasil, referente ao ano-base 2018.

Ainda que o Banco do Brasil seja controlado pelo Governo Federal, se submetendo ao regime de licitações na contratação de fornecedores e prestadores de serviço, à fiscalização do Tribunal de Contas da União (TCU), à Controladoria-Geral da União (CGU) e à Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais do Ministério da Economia, as decisões sobre a atuação e as operações ponderam também o interesse dos investidores, bem como a valorização das ações na Bolsa de Valores. Assim, considerando a caracterização dos bancos públicos analisados neste estudo, é mais provável, mas não determinante, que o governo intervenha na economia com maior autonomia por meio da Caixa Econômica Federal, e não por meio do Banco do Brasil, ainda que este tenha a sua importância na consecução das políticas econômicas, incluindo as de crédito, dos governos.

Um dos grandes impactos das ações do governo na economia via bancos públicos no período estudado ocorreu, em especial, durante o segundo governo Lula e o primeiro governo Dilma. Trata-se dos períodos em que a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil passaram a movimentar, em maior proporção, os desembolsos do BNDES Indireto, especialmente na modalidade não automático. Como é possível verificar no próximo gráfico, a intermediação destes recursos se deu, na maior parte, pelo Banco do Brasil, exceto no BNDES Indireto não automático durante o primeiro governo Dilma onde a Caixa se destacou.

Para demonstrar esta relação, condensamos as informações referentes aos bancos Itaú Unibanco, Bradesco e Santander (Brasil) em “bancos privados”, por serem as três instituições financeiras privadas que estiveram presentes e com relevantes participações em todos os governos analisados. Inserimos informações referentes à Caixa Econômica Federal e ao Banco do Brasil, possibilitando uma comparação da proporção da distribuição dos desembolsos do BNDES Indireto aos agentes financeiros intermediários aqui considerados. Para a exposição, consideramos o total calculado sobre a proporção intermediada pelas principais instituições financeiras identificadas, coincidindo com as principais instituições atuantes como *dealers*.

Gráfico 144 - BNDES - BNDES Indireto - Bancos públicos e privados/Total intermediado pelos principais *dealers* - Em %

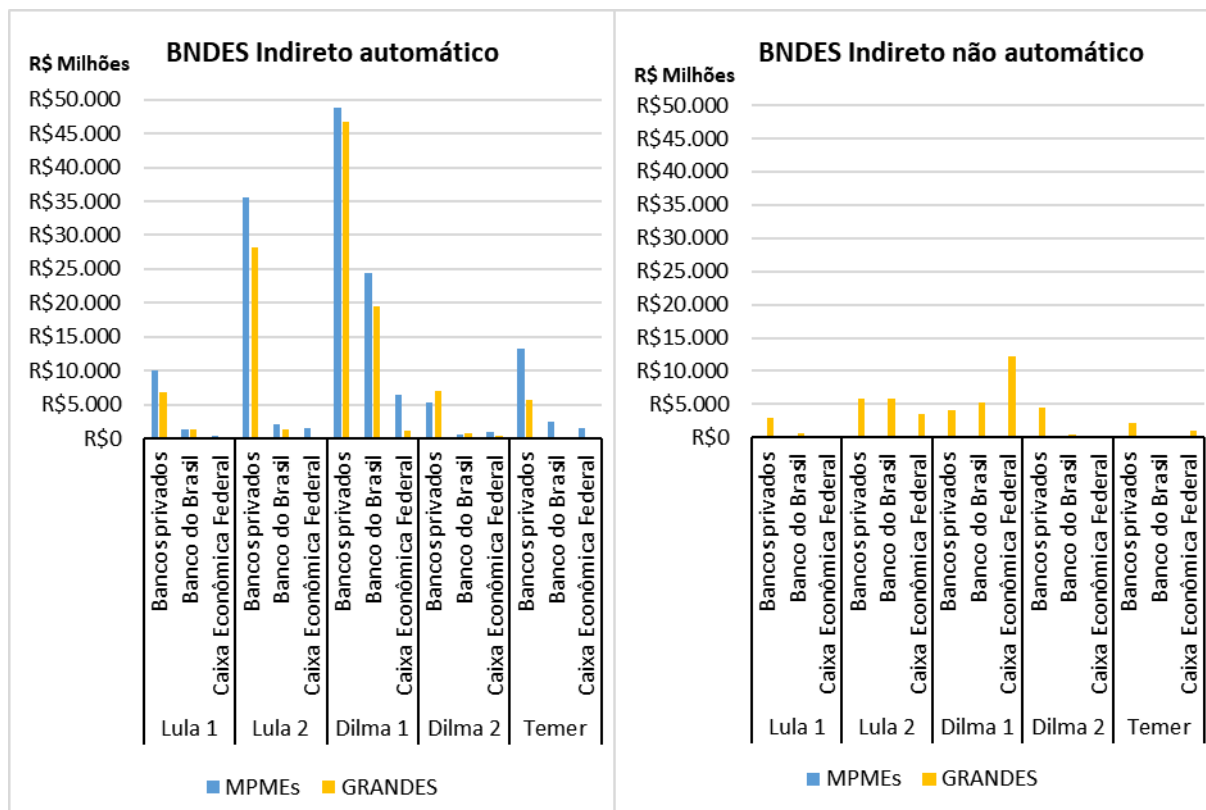


Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática e não automática. Elaboração própria. Obs.: Bancos Privados: Itaú Unibanco S.A., Bradesco S.A. e Santander (Brasil) S.A.

Ainda que o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal tenham registrado grande participação na atividade de intermediação durante o segundo governo Lula e o primeiro governo Dilma, apenas neste último e na modalidade não automático a Caixa registrou maior participação que os bancos privados considerados. Entendendo a especificidade do Banco do Brasil, é possível inferir que ao aumentar a atividade de intermediação financeira via BNDES, o governo dispôs de maior diálogo com o mercado financeiro e com os acionistas do banco, encaminhando os recursos a serem intermediados, possibilitando lucro com a atividade e a valorização das ações no mercado. Ao mesmo tempo, o governo pode ter atuado via Caixa Econômica Federal, que passou a ocupar o papel de principal agente financeiro intermediário do BNDES Indireto não automático durante o primeiro governo Dilma, articulando R\$ 12 bilhões, beneficiando também às grandes empresas do setor Comércio e Serviços.

O gráfico seguinte considera a intermediação dos recursos do BNDES Indireto a partir do porte das empresas de destino - Grandes e as Micro, Pequenas e Médias Empresas (MPMEs).

Gráfico 145 - BNDES - BNDES Indireto - Bancos públicos e privados/Total intermediado por porte das empresas - Em R\$ Milhões

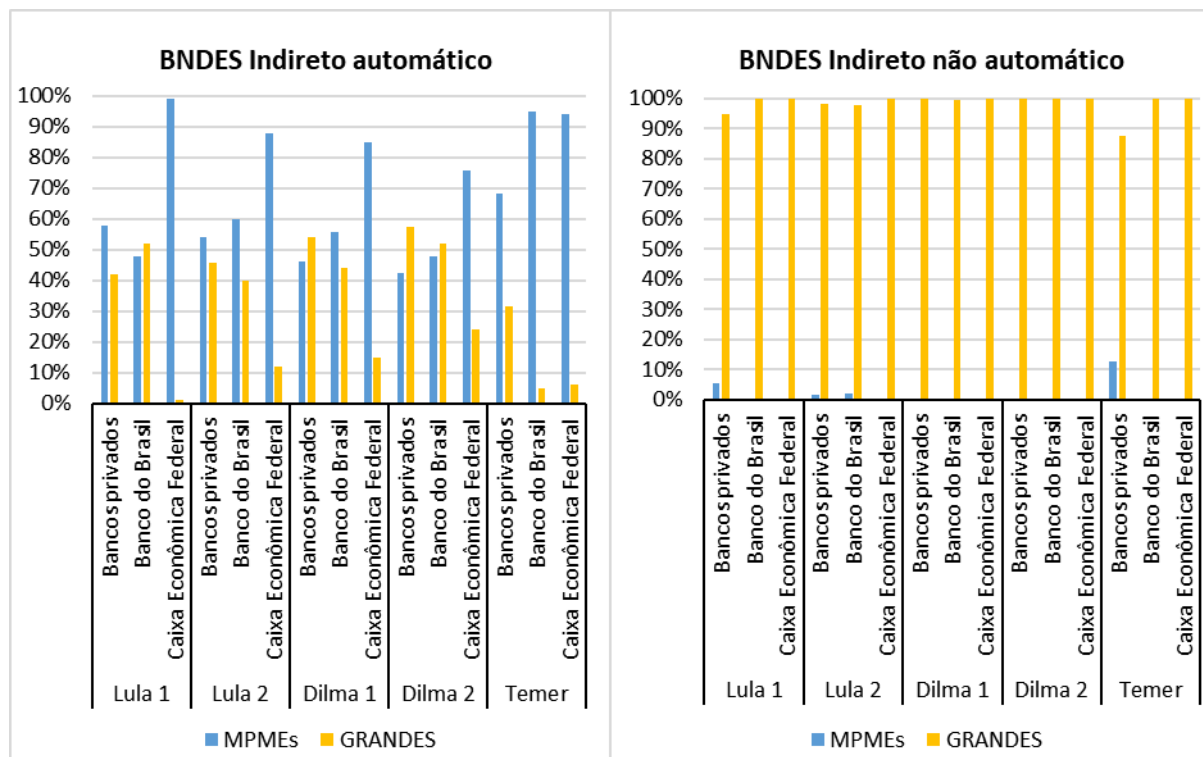


Fonte: BNDES. Central de Downloads. Operações contratadas na forma indireta automática e não automática. Elaboração própria. Obs.: Bancos Privados: Itaú Unibanco S.A., Bradesco S.A. e Santander (Brasil) S.A.

Como é possível observar, houve maior intermediação dos aportes do BNDES Indireto automático às MPMEs no segundo governo Lula, no primeiro governo Dilma e no governo Temer. No entanto, somente no primeiro governo Dilma é possível verificar o crescimento da participação dos bancos públicos no fomento às MPMEs, especialmente pelo Banco do Brasil, mesmo que a atividade de intermediação tenha sido realizada em grande parte pelos bancos privados. Já na modalidade não automática, quase a totalidade das intermediações financeiras tiveram como destino as empresas de grande porte. No primeiro governo Dilma, é possível observar o desempenho da Caixa Econômica Federal na atividade, cerca de três vezes maior que o dos bancos privados.

Considerando a porcentagem dos desembolsos articulados pelos *dealers* e o porte das empresas como critério, sendo MPMEs e grandes empresas, temos o seguinte gráfico.

Gráfico 146 - BNDES - BNDES Indireto - Bancos públicos e privados/Total intermediado por porte das empresas - Em %



Fonte: BNDES. Elaboração própria.

Obs.: Bancos Privados: Banco Itaú Unibanco S.A., Banco Bradesco S.A. e Banco Santander (Brasil) S.A.

Ainda que se possa verificar a importância dos bancos públicos na distribuição dos recursos às MPMEs, o gráfico anterior evidencia os reduzidos valores destinados a estas empresas, dentro do quadro geral dos desembolsos do Banco. Considerando que o BNDES é o principal instrumento de execução da política de investimento do Governo Federal e tem por objetivo primordial apoiar programas, projetos, obras e serviços que se relacionem com o desenvolvimento econômico e social do país, segundo seu estatuto, é correto afirmar que nas formas de apoio em que o BNDES necessitou da atuação de agentes financeiros intermediários, especificamente da atuação das instituições financeiras também *dealers* do mercado de títulos públicos, maciços recursos foram destinados às grandes empresas, sendo estas priorizadas como destino dos desembolsos do BNDES Indireto não automático. Ainda que a partir do ano 2000 o BNDES tenha se direcionado ao fomento das MPMEs e de projetos e empreendimentos contidos no escopo da sustentabilidade e da inovação, às grandes empresas foram destinados vultosos recursos nos processos de intermediação dos agentes investigados.

No que se refere ao setor CNAE, de modo geral, a maior parcela dos desembolsos do BNDES Indireto, considerando o total intermediado pelas instituições financeiras *dealers*, foi destinada ao setor Comércio e Serviços e, em menor medida, ao setor Indústria de

Transformação. No entanto, observando a atuação dos agentes de forma individualizada identificamos algumas variações. Durante o primeiro governo Lula, a Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil e o Banco Votorantim intermediaram os desembolsos do BNDES Indireto automático, em boa medida, às empresas do setor Indústria de Transformação. No segundo governo Lula, os bancos Citibank, Votorantim e BTG Pactual intermediaram os recursos às empresas do setor Indústria de Transformação, enquanto o Banco do Brasil se destacou por intermediar às empresas do setor Agropecuária e Pesca. No primeiro governo Dilma, o Banco do Brasil e o Citibank se destacaram por intermediar às empresas do setor Indústria de Transformação, o mesmo ocorrendo no governo Temer com o Banco Votorantim. Com relação ao BNDES Indireto não automático, apenas durante o governo Temer o Banco Safra se destacou por intermediar recursos às empresas do setor Indústria de Transformação.

No que tange às taxas aplicadas pelo BNDES aos agentes financeiros intermediários analisados, verificamos que, de modo geral, o destaque foi para a TJLP e para a Taxa Fixa. Porém, ao observamos a atuação de cada agente, identificamos exceções à observação realizada. No BNDES Indireto automático durante o segundo governo Dilma, à Caixa Econômica Federal foi aplicada, em maior medida, a Taxa Selic e ao Banco Citibank, a TJLP. No BNDES Indireto não automático, no segundo governo Lula e no primeiro governo Dilma foi aplicado à Caixa Econômica Federal e ao Banco Votorantim, respectivamente, a Taxa Fixa e, no governo Temer, foi aplicado ao Banco Safra, em maior medida, a TLP.

A utilização da TJLP, caracterizada por ser uma taxa abaixo dos juros praticados no mercado, menor que a Taxa Selic, nos levou a questionar a lucratividade da atividade aos agentes financeiros intermediários, também *dealers*. Considerando que houve a cobrança do *spread* bancário nos processos de intermediação dos desembolsos do BNDES Indireto, investigamos em que medida a atividade beneficiou o grupo de instituições analisadas.

3.3. A INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA COMO ATIVIDADE LUCRATIVA

3.3. A questão do *spread* bancário

De modo geral, as instituições financeiras, incluindo instituições de crédito e de investimento em valores mobiliários, sociedades e banco gestores de fundos e de aplicações de longo prazo, podem ser autorizadas pelo Bacen para atuar como intermediários financeiros, ofertando créditos às pessoas físicas e jurídicas. Assim, além de poderem atuar como intermediários do BNDES, respeitando os critérios para o credenciamento, as instituições

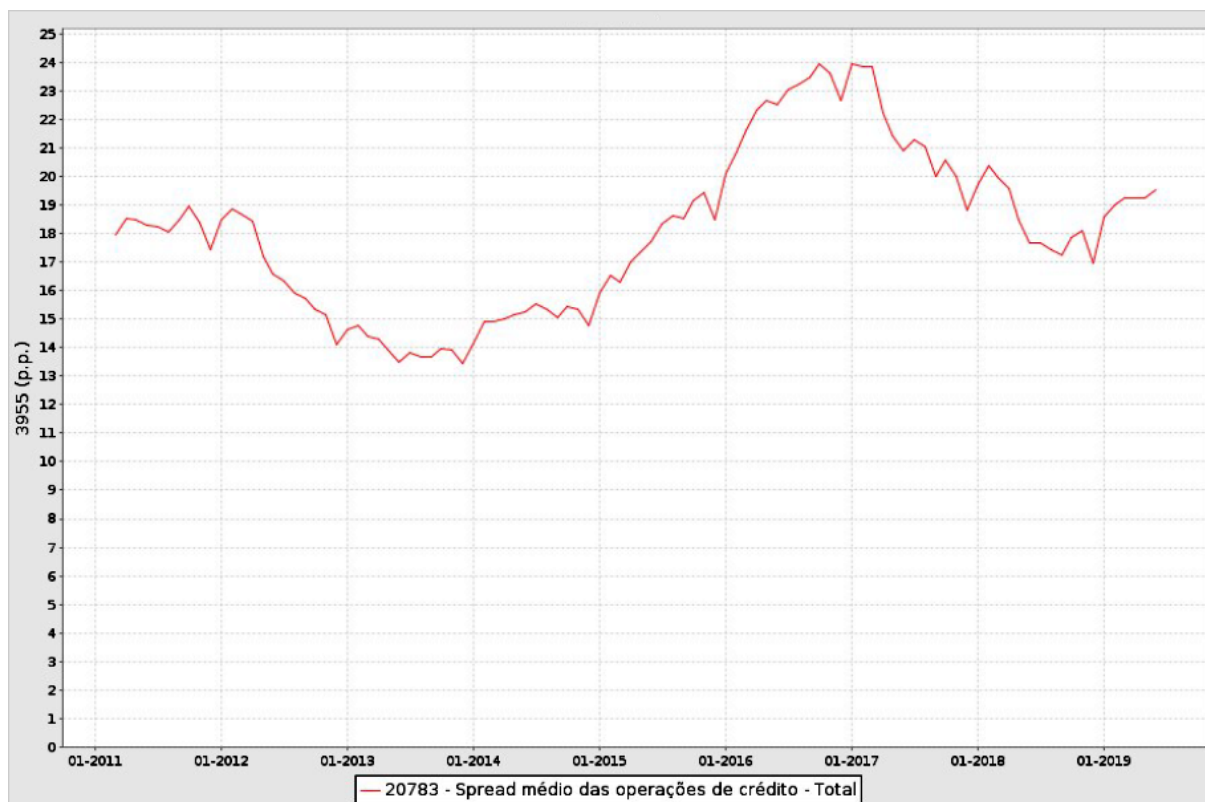
financeiras podem disponibilizar no mercado de crédito recursos próprios, recursos provenientes de fundos e de depósitos dos clientes.

Por assumirem o risco da inadimplência, os custos administrativos e a tributação das transações envolvendo prestador e prestatário, as instituições financeiras incluem nos valores a serem liquidados uma taxa de *spread* bancário, possibilitando uma margem de lucro com a atividade de intermediação. Como a adição do *spread* à taxa de juros cobrada pelo crédito representa os juros reais, o *spread* bancário é considerado pelo Bacen como um importante indicador da eficiência do sistema financeiro, determinando o custo da atividade de intermediação entre os agentes superavitários, que buscam investir seus recursos, e os agentes deficitários, que precisam de investimento imediato, segundo Cavalcanti et al (2017, p. 3).

A elevação da taxa de *spread* provoca o encarecimento do crédito, a diminuição do seu acesso pelos prestatários e, conseqüentemente, retração na economia. Para Cavalcanti et al, se o custo do *spread* for demasiadamente alto “[...] as taxas do crédito podem se situar em patamares que dificultam o financiamento de projetos estruturantes em diversos setores, [...] gerando impactos diretos sobre o crescimento econômico” (2017, p. 3). O *spread* reduzido, por sua vez, provoca o movimento de expansão econômica e de maior liquidez no mercado. Assim, a definição do *spread* bancário precisa acompanhar a política econômica do país, equilibrando desenvolvimento e expansão com a inflação, de acordo com a política monetária vigente. Trata-se, sobretudo, do equilíbrio entre desenvolvimento e controle inflacionário, e a manutenção do interesse das instituições detentoras de grande massa de capital pela intermediação financeira.

Investigando o Brasil, país que possui um dos *spreads* mais elevados do mundo (COSTA, 2018, p. 4) e com alta concentração da atividade bancária/financeira, analisamos os dados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Bacen. Em razão das mudanças metodológicas e da adoção de uma nova Taxa Preferencial Brasileira (TPB)³⁰ em 2011, analisamos o *Spread* Médio das operações de crédito intermediadas no período de 2011 a 2019, considerando o conjunto de todas as instituições financeiras atuantes na atividade.

³⁰ A nova TPB é um índice que abrange as taxas de juros cobradas pelos bancos nacionais para operações de elevado valor e para clientes com baixo risco de inadimplência. A nova taxa visou facilitar a comparação dos juros no país com os juros praticados no exterior. Antes, as comparações eram imprecisas, pois os valores no mercado doméstico brasileiro resultavam de uma média de operações com diferentes perfis de risco.

Gráfico 147 - BACEN - *Spread* Médio das operações de crédito (2011- 2019) - Em p.p.

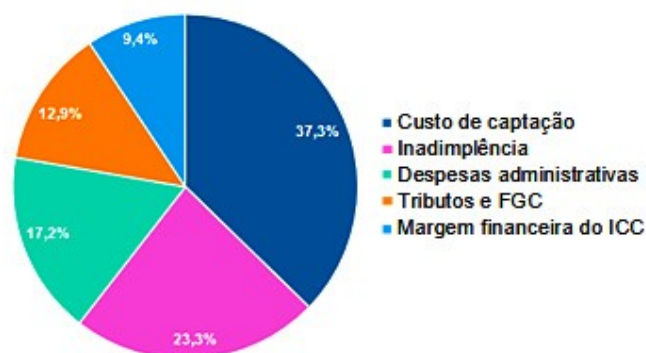
Fonte: Sistema de séries temporais - BACEN (20783 - Spread médio das operações de crédito – Total)

Segundo o gráfico, a partir de janeiro de 2014 inicia-se um processo de aumento do *spread* médio das operações de crédito, não observado nos anos anteriores. De 2017 a 2019 verificamos uma queda e, na sequência, um novo aumento. A oscilação observada pode ter ocorrido em decorrência do contexto político e econômico do Brasil que, sem desconsiderar o cenário internacional, alternou movimentos de expansão e contração da economia. Mesmo com a queda ocorrida entre 2012 e 2014, o menor índice registrado de 13 p.p. ainda é considerado alto. Para Roriz (2017), a comparação entre países que possuem metodologia semelhante à adotada pelo Bacen coloca o Brasil como o país que possui um dos *spreads* bancários mais elevados. Segundo o autor, em 2017, o *spread* médio no Brasil foi 21,5%, sendo que a média do *spread* em países como Suécia, Nova Zelândia, Malásia, Chile, Itália e Japão foi de 1,5%.

Para Costa (2018, p. 4), a diminuição do custo dos empréstimos ao prestatário por meio da diminuição da margem de lucro das instituições financeiras via tributação progressiva das taxas de *spread*, como tem sido defendido, poderia repassar os custos aos tomadores de empréstimos, encarecendo o crédito e/ou desincentivando a atividade de intermediação. O autor afirma que, antes de se apontar uma possível solução, é preciso que se compreenda a composição do *spread* bancário e que se verifique quais fatores contribuem com a sua oscilação.

Assim, passamos a acompanhar os estudos de Costa (2018, p. 5) realizados a partir da nova metodologia adotada pelo Bacen no estabelecimento do Indicador de Custo do Crédito (ICC) e publicada nos Relatórios de Economia Bancária após 2016. Segundo os relatórios, os principais fatores responsáveis por determinar o custo do crédito aos prestatários são: 1) o custo de captação dos recursos, estimado pelas despesas das instituições financeiras com o pagamento de juros na origem; 2) a inadimplência, seja pelo não pagamento ao banco de dívidas ou de juros sobre as dívidas; 3) as despesas administrativas, com pessoal, logística e marketing; 4) tributos gerais, considerando PIS e Contribuição para Financiamento da Seguridade Social, Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, além das contribuições mensais ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC)³¹; e 5) a margem financeira do ICC, incluindo o lucro das instituições financeiras com a atividade de crédito, erros, omissões e demais fatores não mapeados. Para ilustrar a composição do ICC, o gráfico a seguir apresenta as proporções dos componentes, a partir da média dos valores de referência para o *spread* entre 2016 e 2018.

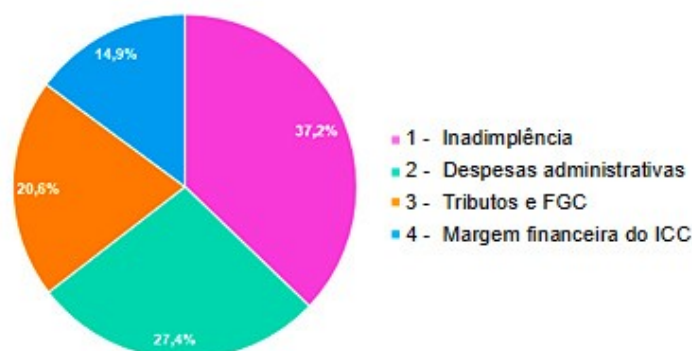
Gráfico 148 - BACEN - Composição do ICC - Média 2016 a 2018 - Em %



Fonte: Bacen. Relatório de Economia Bancária, 2018.

Como é possível observar, o custo de captação foi expressivo, compondo 37,3% do total do ICC. Já o custo da inadimplência equivaleu à 23,3% do indicador. Despesas administrativas e demais tributos somaram 30,1%. A margem financeira do ICC, contabilizando também os lucros das instituições financeiras, representou apenas 9,4% do total. Considerando que os custos de captação podem variar, Costa (2018, p. 7) exclui este componente do indicador, mantendo apenas a inadimplência, as despesas administrativas, os tributos e FGC, e a margem financeira do ICC, a fim de identificar quais componentes provocam a variação do *spread*. A partir desta orientação, temos a seguinte composição:

³¹ O FGC é um mecanismo de proteção aos correntistas que garante a recuperação, a um limite determinado, dos depósitos e créditos mantidos em instituições financeiras em caso de sua liquidação ou falência.

Gráfico 149 - BACEN - Composição do *spread* do ICC - Média 2016 a 2018 - Em %

Fonte: Bacen. Relatório de Economia Bancária, 2018.

Com a exclusão do custo de captação, os percentuais de cada componente do cálculo do indicador foram, conseqüentemente, ampliados. A inadimplência passou a representar 37,2% do total, as despesas administrativas somadas aos tributos e ao FGC passaram a representar 48% do total, e a margem financeira, 14,9%. A partir desta nova configuração, Costa (2018, p. 8) simula o cálculo do ICC zerando cada um dos seus componentes para identificar possíveis alterações e impactos sobre o aumento ou diminuição do *spread*.

Tomando como referência o valor da média do ICC registrado no ano de 2017, ou seja, 12,76% de *spread* bancário, e colocando custo zero em cada componente, teremos os seguintes percentuais para a taxa de juros final: com nenhuma despesa administrativa o *spread* ficaria em 9,12%; com nenhuma margem financeira, ficaria em 9,13%; e com nenhuma inadimplência registrada o *spread* ficaria em 7,69%. Com base nesta simulação, o autor conclui que não basta “atacar” cada componente de maneira isolada, afinal, se colocarmos o lucro bancário igual a zero, tirando todo o incentivo para a realização da atividade de intermediação pelas instituições financeiras, o *spread* cairá apenas 3,63%, conforme pode ser observado na reprodução abaixo.

Tabela 13 - Simulação do *spread* em p.p. - Ano 2017

Discriminação	Valor Original	Inadimplência zero	Despesas administrativas zero	Margem financeira zero
1 - Inadimplência	4,06	0,00	4,67	4,67
2 - Despesas administrativas	3,26	3,26	0,00	3,26
3 - Tributos e FGC	2,82	2,64	2,66	1,20
4 - Margem financeira do ICC	1,79	1,79	1,79	0,00
5 - Spread do ICC (1+2+3+4)	12,76	7,69	9,12	9,13

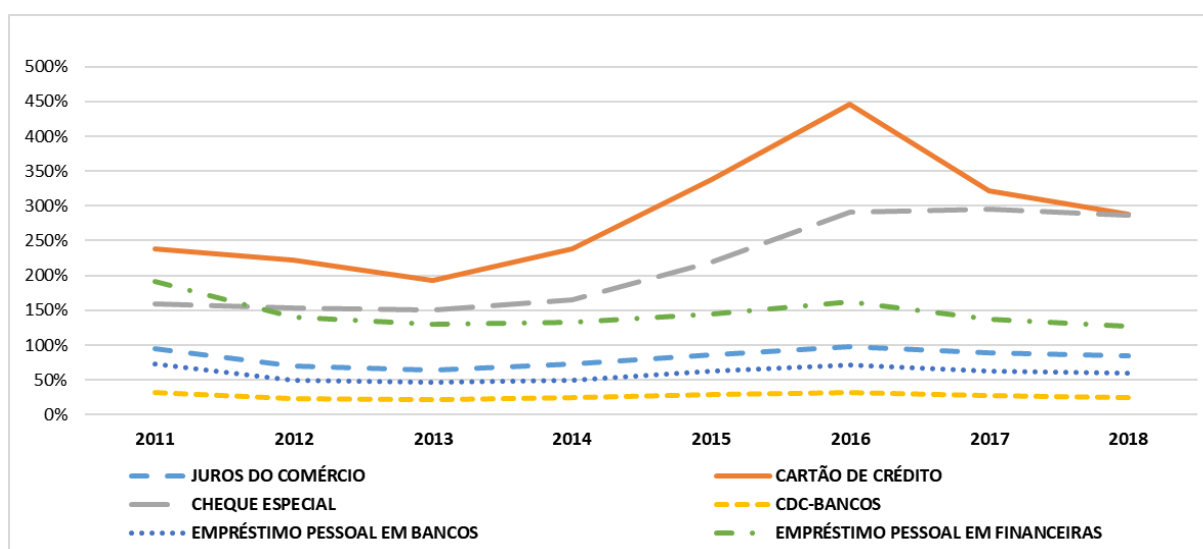
Fonte: Costa (2018). Obs.: Os valores dos tributos e FGC se alteram na simulação por utilizarem como referência o custo final do *spread*.

Segundo o Relatório de Economia Bancária publicado pelo Bacen em 2017, com a retirada dos custos de captação do ICC, a inadimplência aparece como o componente de maior

expressão na composição do *spread*, alcançando 37% no ano. O Bacen alega que quanto maior a inadimplência, menor é o número de tomadores de empréstimos que poderão arcar com os pagamentos, sendo os custos repassados para estes. Segundo tal compreensão, a taxa de juros dos créditos com baixa inadimplência e com longo prazo para liquidação, como os destinados à compra de veículos e ao crédito consignado, é efetivamente mais baixa. Já nas modalidades com alta inadimplência e de curto prazo, como o crédito rotativo do cartão de crédito e o cheque especial, as taxas de juros são mais altas.

A fim de compreender a linha argumentativa do Bacen, investigamos os dados publicados pela Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC), referentes à evolução das taxas de juros para pessoas físicas, demonstrando a evolução dos juros do comércio, do cheque especial, do cartão de crédito, do Crédito Direto ao Consumidor (CDC) e dos empréstimos realizados em bancos e financeiras.

Gráfico 150 - BRASIL - Evolução da Taxa de Juros à pessoa física (2011 a 2018) - Em %



Fonte: ANEFAC. Elaboração própria. Obs.: Os dados anteriores ao ano de 2010 foram solicitados à ANEFAC, por meio de seu canal de atendimento. Em resposta, nos foi afirmado que eles se encontram indisponíveis.

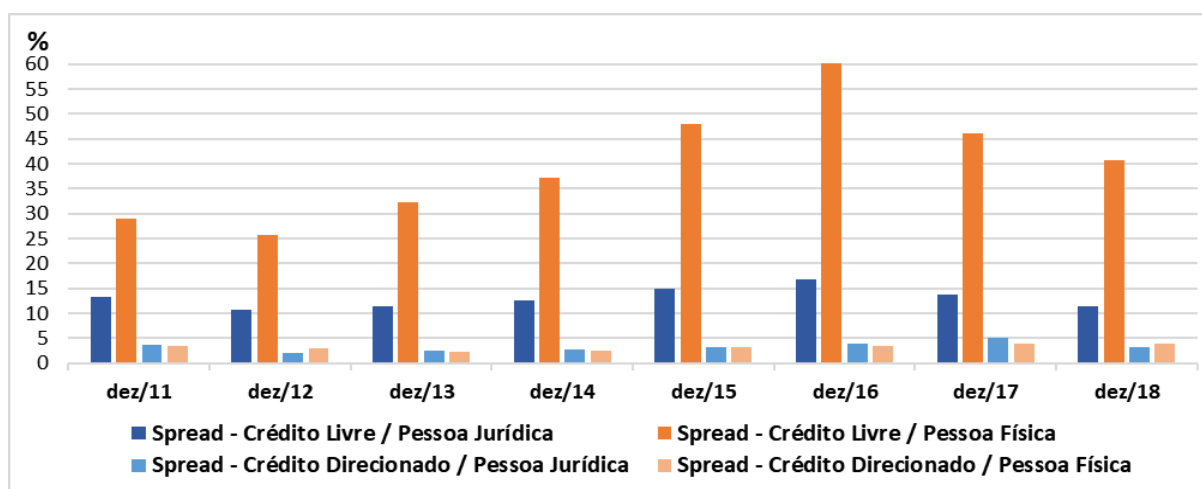
Mesmo considerando a queda da Taxa Selic e do IPCA a partir de 2015, conforme demonstrado no capítulo anterior, foram expressivos os juros que incidiram no uso do cheque especial e do cartão de crédito, ainda que este tenha apresentado queda a partir de 2016. Os juros sobre o empréstimo pessoal com financeiras e os juros do comércio³² também se mostraram significativos. Os juros do CDC e do empréstimo pessoal em bancos se manteve relativamente estável no período.

³² O comércio varejista tem como prática a cobrança de multas por atrasos nos pagamentos e juros de mora.

No gráfico referente ao *Spread* Médio das operações de crédito, há a inclusão das operações de créditos livres e direcionados às pessoas físicas e jurídicas. Importante mencionar que os créditos livres são assim chamados porque são destinados ao público em geral. Segundo o Bacen, no crédito livre as instituições financeiras possuem autonomia sobre a destinação destes recursos e as taxas de juros são livremente pactuadas entre instituições financeiras e mutuários. Destinados às pessoas físicas e às empresas, de modo geral, incluem o cartão de crédito, o cheque especial, o capital de giro, a aquisição de bens, consignado e não consignados, entre outros. Já os créditos direcionados cumprem as ações da política de fomento a determinados setores da economia e, por este motivo, possuem taxas de juros subsidiadas pelo governo. Segundo o Bacen, são operações regulamentadas pelo CMN ou vinculadas a recursos orçamentários destinadas, basicamente, à produção e ao investimento de médio e longo prazos aos setores imobiliário, rural e de infraestrutura. As fontes de recursos são oriundas de parcelas das captações de depósitos à vista e de caderneta de poupança, além de fundos públicos.

A fim de ampliar nossa análise, investigamos dados referentes aos créditos livres e aos créditos direcionados, entre 2011 e 2018, voltados às pessoas físicas e às pessoas jurídicas, a partir do histórico de estatísticas do Bacen.

Gráfico 151 - BACEN - *Spread* para crédito livre e direcionado, pessoa física e jurídica (2011 a 2018) - Em % a.a.



Fonte: Bacen. Histórico de estatísticas. Elaboração própria. Obs.: Durante esta investigação, não foram localizados dados absolutos nas fontes consultadas.

No crédito direcionado ofertado às pessoas físicas e jurídicas, o *spread* bancário passou por poucas oscilações no período. Pelos baixos valores podemos inferir que o *spread* dos créditos direcionados não foram rentáveis aos intermediários, ou seja, possibilitaram uma pequena margem financeira, incluindo nela o lucro. No entanto, observamos elevados *spreads*

ao crédito livre, em especial aos destinados à pessoa física, atingindo quatro vezes o *spread* aplicado ao crédito livre à pessoa jurídica em 2016. Mesmo com a queda da Taxa Selic a partir de 2015, indicando a redução no custo de captação, o Bacen justificou o aumento do *spread* do crédito livre à pessoa física em razão do crescimento da inadimplência. Entretanto, analisando o Relatório de Economia Bancária verificamos que, entre 2015 e 2016, houve queda na inadimplência das pessoas físicas e crescimento da inadimplência das pessoas jurídicas.

Gráfico 152 - BACEN - Inadimplência - Pessoa física e jurídica (2016 a 2018) - Em % a.a.



Fonte: Bacen. Relatório de Economia Bancária, 2017.

Segundo Costa (2018, p.14), como o *spread* é calculado pela diferença da taxa juros ao cliente final e da taxa de juros pagas no momento da captação, se a inadimplência cresce e a taxa de captação se mantém, ocorrerá um aumento da taxa de juros final com o aumento do *spread*. Ainda que tal argumentação possa se sustentar como justificativa para um aumento, a diminuição do custo de captação com a redução da Taxa Selic, o aumento da inadimplência das pessoas jurídicas e o aumento do *spread* nos créditos livres às pessoas físicas nos levou a inferir que houve maior lucro aos bancos e que os custos da inadimplência das empresas foram repassados às pessoas físicas, mais frágeis diante de uma disputa judicial.

Assim, passamos a compreender o *spread* como um instrumento financeiro que pode ser manipulado para o atendimento dos interesses das instituições financeiras atuantes no mercado de crédito. Dada a alta concentração bancária no país, o pequeno e restrito grupo de instituições detentoras da grande massa de capital pode criar uma concorrência artificial para as taxas utilizadas, direcionando os aumentos não somente às pessoas físicas, mas aos setores da economia que não estejam incorporados no rol de seus negócios.

Em função da quantidade de recursos sob controle dos agentes financeiros intermediários, o estabelecimento dos juros e dos lucros pode ocorrer sem a utilização de

quaisquer referências razoáveis para a determinação do *spread* bancário, podendo este variar em função da oscilação dos diversos componentes do ICC, bem como em função dos juros praticados pela própria instituição financeira em outras modalidades de crédito. Desse modo, para que a atividade de intermediação dos desembolsos do BNDES pelas instituições financeiras se mantenha atrativa, há uma espécie de condescendência do Bacen para a cobrança de elevados *spreads* nos créditos livres, especialmente nos destinados às pessoas físicas.

Costa (2018, p. 21), corroborando a visão do Bacen, não relaciona a alta concentração bancária com o alto *spread* cobrado no Brasil. Segundo o autor, países com elevado nível de concentração bancária, como a Finlândia e a Holanda (89% de concentração), possuem *spreads* significativamente menores se comparados aos de países com baixo nível de concentração, como Alemanha (35%) e Itália (43%). Já Carneiro (2018), por sua vez, considera esta argumentação verdadeira apenas para os países que, a despeito da alta concentração, não praticam *spreads* elevados, nem possuem alta rentabilidade. Trata-se dos países que possuem a inflação baixa e que, por este motivo, conseguem praticar juros negativos, inclusive.

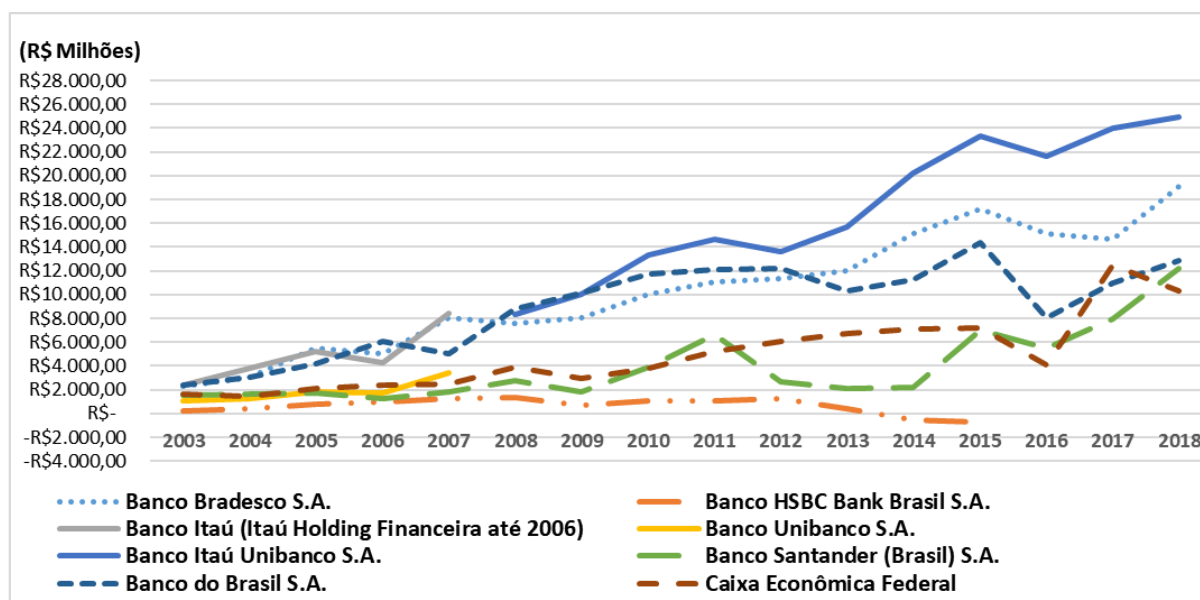
Para o autor, a concentração bancária no Brasil diminui a concorrência via juros e, ainda que os bancos públicos possuam um importante papel na economia, como foi verificado durante a crise do sistema financeiro internacional com a redução dos juros pela Caixa Econômica Federal e pelo Banco do Brasil e com a dinamização da competição no mercado de crédito, Carneiro (2018) acredita que há a adesão destes ao comportamento colusivo do cartel bancário na fixação de *spreads*. A tributação progressiva junto ao estímulo da concorrência, para ele, reduziria os *spreads* bancários e baratearia o crédito.

O autor aponta também que o tratamento tributário brasileiro favorece a margem de lucro das instituições financeiras. As provisões, ou seja, os recursos reservados para cobrir as expectativas de perdas com devedores duvidosos, cobrem as perdas definitivas de crédito, transformando-as em crédito tributário, dedutíveis do imposto a pagar. Os valores dos créditos tributários e suas participações nos patrimônios líquidos são muito mais elevados no Brasil (34,2%), vis a vis os bancos asiáticos (17,3%), americanos (16,3%) e europeus (16,6%). Em suas palavras “[...] no Brasil, as provisões são usadas para esconder lucro corrente, pagar menos imposto hoje e para reduzir perdas no futuro, com abatimentos tributários” (CARNEIRO, 2018). Esta poderia ser uma das justificativas para a manutenção dos lucros dos bancos em períodos de crise, como a ocorrida em 2008, por exemplo.

Entre 2003 e 2018 verificamos o crescimento do lucro das principais instituições financeiras atuantes no Brasil. O gráfico elaborado a partir dos resultados líquidos divulgados nos Anuários do Valor 1000, dos Demonstrativos Financeiros Anuais das instituições, e dos

levantamentos do Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (Dieese) revela a evolução do resultado líquido dessas instituições.

Gráfico 153 - Resultado Líquido dos 5 principais bancos (2003 a 2018) - Em R\$ Milhões



Fonte: Valor 1000, Subseção Dieese/Seeb-DF e Demonstrativos Financeiros Anuais. Elaboração Própria. Obs.: Os dados do Banco Safra S.A., do Banco Votorantim S.A., do Banco Citibank S.A., do Banco BTG Pactual S.A. e do Banco JP Morgan S.A. não foram localizados em sua completude, dificultando a inserção destes no gráfico.

Os dados referentes aos bancos Itaú e Unibanco foram unificados a partir de 2008 e representados, a partir de então, pelo Banco Itaú Unibanco. Os dados referentes ao HSBC Bank Brasil foram dispostos até 2015, ano da sua aquisição pelo Banco Bradesco. Como é possível verificar, as instituições financeiras consideradas no gráfico, além de se posicionarem como as mais atuantes no mercado de crédito e no mercado de títulos públicos, foram as que mais lucraram no período investigado.

Não houve significativa queda nos lucros das instituições financeiras entre os anos de 2008 e 2009, período em que ocorreram os impactos da crise do sistema financeiro internacional no Brasil. O Banco Bradesco manteve a sua margem de lucro, enquanto os bancos do Brasil e Itaú Unibanco tiveram resultados positivos no período. Entre 2015 e 2016, diante de um contexto político conturbado que resultou na deposição da presidente Dilma Rousseff, houve a queda acentuada do resultado líquido para todas as instituições representadas. Os resultados líquidos voltaram a crescer de maneira expressiva a partir de 2016, no início do governo Temer, ainda que tenha sido registrada queda da Taxa Selic a partir de 2015. A exceção foi para a Caixa Econômica Federal, que voltou a registrar queda a partir de 2017.

No capítulo anterior, verificamos a preferência das instituições financeiras por títulos públicos indexados à Taxa Flutuante (Taxa Selic + Taxa Contratada) e por títulos públicos prefixados (Taxa Contratada). Neste capítulo verificamos a existência de uma espécie de compensação do *spread* bancário destinado aos créditos direcionados pelo *spread* bancário destinado aos créditos livres. Assim, considerando que aos títulos foram acrescentadas Taxas Contratadas e que aos processos de intermediação financeira, *spread* bancário, constatamos que a diminuição da Taxa Selic, por sua vez, não afetou a rentabilidade dos bancos.

Dessa forma, entendemos o *spread* bancário e as Taxas Contratadas nas operações envolvendo a compra de títulos públicos como estratégia de desvinculação da taxa básica de juros da economia, potencializando a concentração de capital. Nesse sentido, os acordos entre as instituições financeiras, sem a plena regulação em torno dos valores dos *spreads* bancários, podem aumentar ou diminuir a oferta de crédito no mercado, reduzindo ou anulando a efetividade de políticas de crédito do governo em questão.

Tais constatações nos deram a tônica para a continuação deste estudo, incluindo elementos que nos permitissem verificar a influência dos agentes econômicos na esfera política brasileira. Assim, com o propósito de seguirmos o estudo que visa identificar e analisar as relações estabelecidas entre o Estado brasileiro e as principais instituições financeiras por meio do exame da circulação do capital financeiro, no próximo capítulo investigamos a atuação dos agentes financeiros intermediários, também *dealers* no mercado de títulos públicos, na rede de financiamento do BNDES, a partir da formação de grupos econômicos e financeiros.

3.4. CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO

Neste capítulo, ao identificarmos as principais instituições financeiras credenciadas como agentes financeiros intermediários do BNDES Indireto automático e não automático entre 2003 e 2018, constatamos que estas também representaram os principais *dealers* do mercado de títulos públicos, sendo os bancos Bradesco, Itaú Unibanco, Santander (Brasil), do Brasil, Caixa Econômica Federal, Votorantim, Safra, BTG Pactual e JP Morgan. Conforme abordado, a alta concentração da atividade bancária/financeira no Brasil faz com que um pequeno grupo de grandes instituições financeiras predomine em diversas atividades do setor financeiro.

Analisando as intermediações realizadas pelos bancos públicos e privados, verificamos que o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal registraram maior participação na atividade durante o segundo governo Lula e o primeiro governo Dilma, sendo que neste último e na modalidade não automático a Caixa registrou maior participação que os bancos

privados considerados. Nos demais governos os bancos privados predominaram. Com relação aos portes das empresas fomentadas, houve maior intermediação dos recursos do BNDES Indireto automático às MPMEs no segundo governo Lula, no primeiro governo Dilma e no governo Temer. No entanto, somente no primeiro governo Dilma foi possível verificar o crescimento da participação dos bancos públicos no fomento às MPMEs, especialmente pelo Banco do Brasil, mesmo que a atividade de intermediação tenha sido realizada em grande parte pelos bancos privados. Já na modalidade não automático, quase a totalidade das intermediações financeiras tiveram como destino as empresas de grande porte.

No que se refere ao setor CNAE das empresas fomentadas, a maior parcela dos desembolsos do BNDES Indireto, considerando o total intermediado pelas instituições financeiras identificadas, foi destinada ao setor Comércio e Serviços e, em menor medida, ao setor Indústria de Transformação. Não obstante, analisando a atuação dos agentes de forma individualizada identificamos que a Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil e o Banco Votorantim durante o primeiro governo Lula intermediaram os desembolsos do BNDES Indireto automático, em boa medida, para empresas do setor Indústria de Transformação. No segundo governo Lula, os bancos Citibank, Votorantim e BTG Pactual intermediaram os recursos às empresas do setor Indústria de Transformação, enquanto o Banco do Brasil se destacou por intermediar às empresas do setor Agropecuária e Pesca. No primeiro governo Dilma, o Banco do Brasil e o Citibank se destacaram por intermediar às empresas do setor Indústria de Transformação, o mesmo ocorrendo no governo Temer com o Banco Votorantim. Com relação ao BNDES Indireto não automático, apenas durante o governo Temer o Banco Safra se destacou por intermediar recursos às empresas do setor Indústria de Transformação.

No que tange às taxas aplicadas pelo BNDES aos agentes financeiros intermediários analisados, verificamos que, de modo geral, o destaque foi para a TJLP e para a Taxa Fixa. Porém, ao observarmos a atuação de cada agente, identificamos exceções à observação realizada. No BNDES Indireto automático durante o segundo governo Dilma, à Caixa Econômica Federal foi aplicada, em maior medida, a Taxa Selic e ao Banco Citibank, a TJLP. No BNDES Indireto não automático, no segundo governo Lula e no primeiro governo Dilma foi aplicado à Caixa Econômica Federal e ao Banco Votorantim, respectivamente, a Taxa Fixa e, no governo Temer, foi aplicado ao Banco Safra, em maior medida, a TLP.

De modo geral, entendemos que, ainda que os agentes financeiros intermediários do BNDES sigam as normas, as condições e as diretrizes estipuladas pelo Banco, verificamos a existência de uma autonomia relativa. Nas operações envolvendo a modalidade automático não há análise do pedido de crédito e aprovação prévia do BNDES, ainda que ocorra o

acompanhamento das operações pelos meios legais e preestabelecidos segundo os princípios de publicidade e de transparência do Banco. A autonomia relativa pode ter conferido às instituições financeiras algum controle sobre o destino dos desembolsos e, por conseguinte, sobre o desenvolvimento de setores e/ou empresas, em especial daquelas que, de algum modo, dialogavam com seus interesses.

Além de movimentarem grande parte dos desembolsos do BNDES Indireto, tais instituições disponibilizaram empréstimos a partir de recursos próprios e provenientes da gestão de fundos diversos, aplicações e depósitos dos clientes. Assim, o poder derivado da centralização de vultosos recursos financeiros e a necessidade de circulação do capital para a realização de mais capital, ou seja, o movimento em que o capital de empréstimo circula como capital portador de juros, como abordado no primeiro capítulo, pode configurar uma espécie de cartel financeiro para o controle das taxas de juros praticados no mercado. Neste cenário, o encarecimento ou não do crédito, via controle das taxas de juros, pode assentar dúvidas sobre a efetividade das políticas econômicas adotadas no país, em especial sobre a política de crédito.

O controle das taxas de juros praticados no mercado pode ser verificado, por exemplo, nas taxas de *spread* bancário aplicadas aos créditos livres e direcionados destinados às pessoas físicas e às pessoas jurídicas. Nesta investigação, verificamos que houve elevado *spread* nos créditos livres destinados às pessoas físicas. Em contrapartida, houve *spread* reduzido nos créditos direcionados destinados ao fomento de pessoas jurídicas. O Bacen e as instituições financeiras justificaram os altos *spreads* dos créditos livres como incentivo à intermediação dos desembolsos do BNDES Indireto nos créditos direcionados e em garantia ao risco assumido nas negociações num contexto de crescimento da inadimplência no país.

No entanto, ainda que se verifique uma queda no índice de inadimplência das pessoas físicas entre 2015 e 2017, verificamos um aumento do *spread* sobre os créditos destinados a este público entre 2015 e 2016. Apesar de se constatar o aumento da inadimplência das pessoas jurídicas entre 2015 e meados de 2017, o *spread* para tal se manteve estável no período, com pouca variação. Mesmo que tenha ocorrido a queda da inadimplência das pessoas jurídicas e das pessoas físicas e a queda dos *spreads* médios a partir de junho de 2017, conforme relatório do Bacen, observamos que os *spreads* dos créditos livres às pessoas físicas se mantiveram altos. Assim, entendemos que os custos da inadimplência das empresas foram repassados às pessoas físicas que, mais frágeis diante de uma disputa judicial, foram submetidas ao processo de auto endividamento, incrementando a margem de lucro destas instituições financeiras.

Com os dados investigados e analisados no segundo e terceiro capítulos, compreendemos que o Estado pode estar sendo utilizado pelo conjunto destas instituições

financeiras como instrumento de geração de capital fictício, na medida em que a compra de títulos públicos garante um fluxo de rendimentos futuros para estas, e estar contribuindo para apropriação de parte do lucro realizado no processo de produção e circulação das mercadorias pelas instituições financeiras, via cobrança de juros e *spread* bancário sobre as intermediações dos desembolsos do BNDES Indireto. Tais constatações nos deram a tônica para a continuação do estudo, incluindo elementos que nos permitissem investigar uma possível influência dos agentes econômicos analisados na esfera política brasileira, na preservação desta dinâmica.

Assim, dentro do propósito da investigação e análise das relações estabelecidas entre o Estado brasileiro e as principais instituições financeiras atuantes no país por meio do exame da circulação do capital financeiro, no próximo capítulo investigamos a atuação dos agentes financeiros intermediários, também *dealers* no mercado de títulos públicos, na rede de financiamento do BNDES, a partir da formação de grupos econômicos e financeiros.

4. OS *DEALERS* NA REDE DE FINANCIAMENTOS DO BNDES

No intuito de identificar e analisar as relações estabelecidas entre o Estado brasileiro e as principais instituições financeiras *dealers* por meio do exame da circulação do capital financeiro, neste capítulo investigamos a atuação destas instituições e das empresas vinculadas aos mesmos grupos econômicos e/ou financeiros na rede de financiamentos do BNDES.

Desse modo, ampliamos o estudo para além da compreensão das necessidades de financiamento do Estado, da investigação dos instrumentos utilizados para a captação de recursos e da análise do comportamento dos seus principais agentes financiadores. Passamos a investigar a atuação das principais instituições financeiras identificadas na captação e intermediação dos recursos Estado, via BNDES, às empresas vinculadas aos seus grupos ou vinculadas aos demais grupos econômicos e/ou financeiros presentes na rede mencionada.

Para tanto, situamos estas instituições, também principais *dealers*, em grupos econômicos e/ou financeiros, identificando as empresas vinculadas, a partir da existência de participação acionária. Investigamos os Anuários do Valor Grandes Grupos, da revista Valor Econômico, os Formulários de Referência enviados pelos grupos à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e as planilhas disponíveis na Central de Downloads do BNDES.

Após a elaboração de uma extensa base de dados e a utilização do Microsoft Excel, do Ucinet 6 e do Net Draw, elaboramos sociogramas para cada um dos governos que compuseram o período deste estudo, ilustrando o direcionamento dos fluxos financeiros e a intensidade da circulação do capital nas redes de financiamento do BNDES. Dessa forma, verificamos quais grupos receberam maior aporte do BNDES Direto, para quais grupos foram destinados os desembolsos do BNDES Indireto automático e não automático e quais grupos possuíam empresas com participação acionária do Estado, via BNDESPar.

Com a adoção das medidas de centralidade *degree* e *betweenness*, obtidas com o auxílio do Ucinet 6, conforme abordaremos mais adiante, elaboramos tabelas para analisar os papéis exercidos pelas instituições financeiras *dealers* na rede de financiamentos do BNDES, diferenciando as ações dos bancos públicos dos bancos privados, de acordo com o contexto econômico e político vivenciado em cada governo. Para tanto, utilizamos os pressupostos teóricos e metodológicos da Análise de Redes Sociais (ARS) e abordagens referentes à formação e à consolidação dos grupos econômicos e/ou financeiros, a partir dos estudos de Silva (2018) e Minella (2007a). Analisando o destino dos financiamentos do BNDES, fazemos apontamentos sobre a existência de laços de solidariedade de classe no interior das redes

investigadas, considerando os estudos de Dias (2018) e Cruz (1979), e, por fim, tecemos algumas considerações finais sobre o capítulo.

4.1. A ATUAÇÃO DOS *DEALERS* EM GRUPOS

4.1.1. A perspectiva dos grupos econômicos e/ou financeiros nesta análise

No estudo das relações estabelecidas entre instituições financeiras *dealers* e o Estado brasileiro por meio da circulação do capital financeiro, ao incluirmos a perspectiva dos grupos econômicos, ampliamos a pesquisa para investigar e analisar as relações estabelecidas entre o Estado e um conjunto de empresas financeiras e não financeiras que, vinculadas entre si, atuaram na rede de financiamentos do BNDES, recebendo e/ou intermediando seus aportes.

Entendendo que a definição de grupo pode variar amplamente, considerando a extensa literatura existente e a diversidade das discussões teóricas e das pesquisas empíricas, como apontam Minella e Dias (2016, p. 3), neste estudo utilizamos a definição exposta por Gonçalves (1991, p. 494). Para o autor, um grupo econômico pode ser compreendido como um conjunto de empresas atuantes em diversos setores da economia que:

[...] ainda que 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).

Como um grupo econômico pode incorporar empresas e instituições financeiras, ampliando a eficiência produtiva, com mecanismos internos de investimento, e ampliando a eficiência financeira, com a movimentação do capital acumulado, Minella (1996) define grupo financeiro como um conjunto de empresas que, interligadas entre si, inclui uma ou mais instituições financeiras como núcleo central. Diferentemente dos grupos econômicos que podem incorporar pequenos e médios bancos, o grupo financeiro, ao incluir uma instituição financeira em seu interior, assume este princípio para a constituição da sua identidade.

Em uma investigação exploratória realizada no âmbito deste estudo, observamos a configuração dos grupos nos termos definidos por Minella. O Grupo Itaúsa, ao qual se vincula a financeira Itaú Unibanco Holding S.A., controla empresas que atuam no setor não financeiro, como: a Duratex S.A., fabricante de painéis de madeira, louças e metais sanitários; a Elekeiroz S.A., produtora de especialidades químicas intermediárias de uso industrial; e a Itautec S.A., que participa em sociedades que atuam na fabricação e comercialização de equipamentos de automações bancária e comercial. O Grupo Santander, além de controlar empresas de *leasing* e

consórcio, controla empresas não financeiras, como a Webmotors S.A., que atua no mercado de classificados de veículos e a Agropecuária Tapirapé S.A. O Grupo BTG Pactual, além de controlar empresas financeiras, controla empresas não financeiras, como: a ALLPARK Empreendimentos, Participações e Serviços S.A., responsável por estacionamentos de veículos; a Brazil Pharma S.A., que atua no comércio e distribuição de medicamentos; e a Bodytech S.A., com academias esportivas para a prática de exercícios físicos. A Bradespar, desmembrada do Bradesco em 2000, administra as participações acionárias que pertenciam ao banco, como as da Vale do Rio Doce e da Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL Energia).

Considerando que a definição de Gonçalves para grupo econômico está contida na definição de Minella para grupo financeiro, diferenciadas, quando necessário, por uma questão conceitual e metodológica, e considerando que os grupos investigados possuem ao menos uma instituição financeira central, sendo um *dealer* do mercado de títulos públicos, também agente financeiro intermediário do BNDES, além de empresas financeiras e não financeiras, adotamos o termo grupo econômico e/ou financeiro para nos referirmos aos grupos investigados.

Compreendendo que os vínculos entres as diferentes empresas de um mesmo grupo, sendo grupo econômico e/ou financeiro, podem ser formais ou informais, Khanna e Rivkin (2001, p. 47) definem os grupos como um conjunto de empresas que, ainda que juridicamente independentes, estão ou são unidas/vinculadas por um conjunto de laços formais e informais e estão acostumadas a realizar ações coordenadas. Do mesmo modo, Yiu et al (2007, p. 1551) consideram um grupo como empresas individuais associadas por inúmeras conexões, podendo incluir propriedade cruzada, estreitos laços no mercado, como transações inter-empresas, e/ou relações sociais, como família, parentesco, ou laços pessoais de amizade, pelos quais se coordenam para alcançar objetivos mútuos. No entanto, avaliando que a análise dos vínculos informais inviabilizaria a completude desta pesquisa no tempo de uma tese doutoral, nos concentramos em mapear as empresas financeiras e não financeiras dos grupos a partir da identificação de vínculos formais, em função da existência de cruzamento acionário.

Para Portugal Júnior, a fusão do capital bancário e industrial no interior dos grupos econômicos e/ou financeiros, impulsionando maior eficiência produtiva e financeira, pode representar um *locus* de poder. Segundo o autor, “Os grupos econômicos são um *locus* de controle e de acumulação de capital com possibilidades de alavancagem financeira, por mecanismos acionários e/ou creditícios, muitos superiores aos das demais unidades empresariais” (PORTUGAL JÚNIOR, 1994, p. 43). Criando zonas de financiamentos, os grupos podem constrengem o desenvolvimento de setores específicos da economia, exercendo o poder em sentido amplo, como os relacionados à disponibilidade de recursos materiais e

financeiros e à capacidade de interferir nos mercados e nas ações do Estado, como no grau de intervenção do governo na economia, no estabelecimento ou não de marcos regulatórios para a atividade econômica e financeira e na abertura e liberalização da economia e das finanças.

Isso não significa, para Gonçalves, que exista um necessário antagonismo entre grupos e o Estado. Na tentativa de equilíbrio de ambas as demandas, o autor afirma que, se por um lado, existe a necessidade de formulação e implantação de políticas de cooperação na promoção do desenvolvimento nacional, por outro lado, “é possível e necessário a definição e implementação de controles efetivos no sentido de se evitar ou reduzir os efeitos perversos oriundos de um poder excessivo [dos grupos econômicos]” (1991, p. 514, grifo nosso).

Na ampliação deste locus de poder, o autor nos atenta para o desenvolvimento de um “capitalismo institucional”, no qual as formas de organização social conduzem a uma ação política conjunta em defesa dos interesses da classe empresarial. Trata-se do caso das redes transcorporativas compostas por diretores e altos executivos que, ao participarem das diretorias e dos conselhos de administração de diferentes grupos e corporações, promovem algum grau de coesão e fortalecem a defesa e a promoção de interesses específicos.

O locus de poder pode ser estendido ao conjunto da sociedade, via disputa da representação de diversas entidades de classe, podendo conformar a opinião pública em defesa dos interesses da classe empresarial, ou “sistêmicos do Grand Capital”, de acordo com Gonçalves (1991, p. 513). Com esse intento, as representações destas associações são pleiteadas por dirigentes de grandes grupos e membros de redes transcorporativas, compondo as redes transassociativas³³, conforme demonstra os estudos de Minella (2003, 2007a e 2013b) sobre a dinâmica da representação de classe dos banqueiros na América Latina.

Ao avançar na difusão de valores específicos à sociedade em geral e interferir nas decisões relacionadas às políticas econômicas adotadas pelos governos, a atuação dos grupos passa a ser compreendida em sua dimensão sociopolítica. Neste aspecto, Portugal Júnior (1994, p. 48) afirma que o peso econômico dos negócios e a influência política exercida sobre os governos podem facilitar o acesso aos fundos públicos de fomento pelos grupos, bem como o acesso a recursos em formato de subsídio e de aportes financeiros, como o que tratamos neste capítulo, ou incentivos gerais, o que inclui as isenções fiscais.

³³ De acordo com Minella (2007, p. 36), as redes transassociativas são redes formadas com a participação simultânea de uma mesma empresa ou grupo econômico e/ou financeiro em várias associações de classe, ou seja, em associações que representam os interesses de classes profissionais e/ou empresariais, podendo ser confederações, federações, sindicatos, entidades profissionais, entre outros.

Assim, para a continuidade do estudo que visa analisar as relações entre Estado e as instituições financeiras identificadas na rede de financiamentos do BNDES, buscamos suporte teórico e metodológico na ARS, delimitando as redes a partir da inclusão das principais instituições financeiras *dealers*, das empresas financeiras e não financeiras vinculadas aos mesmos grupos econômicos e/ou financeiros e das diferentes formas de apoio do BNDES, considerando os governos compreendidos nesta investigação.

4.2. A ANÁLISE DE REDES SOCIAIS (ARS)

Entendendo que os vínculos sociais são a pedra fundamental da teoria das redes sociais (SILVA, 2018, p. 93), que orienta estudos que ensejam investigar e identificar as relações estabelecidas entre uma variedade de sujeitos, sendo pessoas e instituições, por exemplo, os procedimentos teóricos e metodológicos adotados neste estudo se situaram dentro do escopo geral da ARS. Inicialmente aplicada aos estudos sobre os sistemas de telecomunicações e de informática, aos sistemas de engenharia de transporte e aos sistemas geográficos (SILVA et al., 2013, p. 31), a ARS vem contribuindo significativamente para a investigação de problemas sociológicos diversos, auxiliando na compreensão das complexas relações que envolvem a dinâmica da estrutura social e a ação individual dos sujeitos.

Fazendo uso de uma multiplicidade de cálculos matemáticos e de uma variedade de tecnologias de informática, a ARS necessita ser considerada à luz de análises qualitativas, ou seja, a partir da compreensão do contexto em que os indivíduos se relacionam, bem como a partir da compreensão das influências externas que recaem sobre as ações individuais e coletivas no interior da rede. De outro modo, a ARS trata-se de um conjunto de fundamentos teóricos e metodológicos que auxiliam na investigação e na análise das relações estabelecidas entre os sujeitos de numa determinada rede, considerando, sobretudo, o contexto de inserção.

Além das diversas aplicações nas Ciências Exatas e nas Ciências Humanas, a ARS tem se revelado capaz de expressar, por meio da análise das relações, ideias políticas e econômicas de caráter inovador, auxiliando na verificação de problemas atuais, conforme apontam Silva, Fialho e Saragoça (2013, p. 10)³⁴. Para Molina et al. (2004), o crescimento da utilização da ARS nos últimos anos pauta-se em cinco razões especiais: 1) as redes sociais

³⁴ Para compreensão da gênese dos estudos sobre a ARS e articulados em torno de seus pressupostos teóricos e metodológicos, recomendamos: SILVA, Carlos A.; FIALHO, Joaquim R.; SARAGOÇA, José. (coord.). **Iniciação à Análise de Redes Sociais**. Casos Práticos e Procedimentos com UCINET. Coleção Perspectivas sociais e práticas. Casal de Cambra: Caleidoscópio Edição e Artes Gráficas, 2013.

assumindo um carácter polissêmico, podendo ser compreendidas como a) metáfora, meio em que entidades, indivíduos ou mesmo ideias estão de alguma forma conectados entre si, b) paradigma, determinando configurações de um conjunto de entidades no alcance de certos objetivos, ou c) técnica, utilizando a contribuição da teoria dos grafos³⁵ e da álgebra de matrizes; 2) a utilização de sociogramas para ilustrar e analisar os relacionamentos contidos numa determinada rede; 3) a integração de pesquisadores provenientes das chamadas ciências duras, como das ciências exatas, por exemplo; 4) a possibilidade de avançar na teoria social, na forma como se representa a realidade; e 5) a conquista de maior espaço nas universidades e entre pesquisadores, como também apontam Silva et al (2013, p. 20) e Minella (2013b, p. 188).

Dentre as diversas contribuições teóricas e metodológicas da ARS para a sociologia e para a ciência política, destacamos a ampliação das análises referentes aos aspectos relacionais do pensamento marxista, abordando a relação social de produção e a relação histórica de produção, por exemplo. Minella (2013b, p. 189), apontando as possibilidades de aplicação da ARS a partir dos estudos marxistas, ressalta as análises em torno do fetichismo da mercadoria e do processo de ocultamento das relações sociais envolvidas na produção. Para o autor, o fetichismo, segundo a compreensão de Marx, está contido numa situação relacional, em que a relação social tida entre os homens aparece como uma relação tida entre coisas.

Nesse sentido, a ARS se mostra significativa na análise das relações interclasses, como as desenvolvidas entre a classe trabalhadora e a classe empresarial, por exemplo, e das relações intraclasse, ou seja, das relações desenvolvidas no interior de uma classe específica. A título de exemplo, os estudos sobre a constituição das elites empresariais realizados a partir da ARS nos auxiliam no entendimento das conexões e das relações estabelecidas entre as corporações e a formação de uma elite empresarial, além do papel que estas exercem na circulação de informações e na articulação dos interesses capitalistas, como aponta Minella (2013b, p. 190).

Compreendendo as contribuições que o trabalho de pesquisa e investigação trazem para o campo acadêmico, a utilização da ARS vai além da produção científica, podendo servir como importante instrumento de intervenção política, a partir da sua capacidade de expor e analisar a realidade. Minella cita o Banco Mundial, que utiliza a ARS na coleta e análise de dados das populações que são objetos das políticas de financiamento. “O Grupo Banco Mundial está consciente de que o melhor conhecimento das reais relações que se estabelecem nas comunidades é fundamental para a implantação dessas políticas” (MINELLA, 2013b, p. 191).

³⁵ De modo geral, grafos são diagramas que representam as relações entre os diversos indivíduos presentes em uma rede. Os nós correspondem aos atores e as arestas correspondem às ligações entre os atores.

Para maior compreensão da aplicação da ARS nesta investigação, expomos a abordagem teórico/conceitual e suas principais contribuições ao estudo. Na sequência, discorreremos sobre os critérios utilizados para a delimitação das redes, situando as instituições financeiras identificadas nesta investigação em grupos econômicos e/ou financeiros e apontando as empresas vinculadas aos mesmos grupos que receberam os financiamentos do BNDES. Apresentamos sociogramas, tabelas contendo as medidas de centralidade utilizadas e análises dos resultados encontrados.

4.2.1. Contributos da ARS para este estudo

Devido a sua capacidade de atribuir uma definição formal a aspectos relacionais entre atores sociais inseridos no campo econômico, político e, até mesmo, afetivo (SILVA, 2018, p. 94), a ARS, a partir de sua fundamentação teórica, metodológica e conceitual, foi utilizada nesta investigação com o intuito de possibilitar a compreensão e a análise de possíveis relações existentes entre o Estado e as instituições financeiras identificadas, via rede de financiamentos do BNDES, a partir da formação de grupos econômicos e/ou financeiros.

Para tal, consideramos o direcionamento dos fluxos financeiros do BNDES, de forma direta e indireta, a atuação de agentes financeiros intermediários credenciados, e a principal característica (atributo) de cada indivíduo, ou seja, *dealer*/intermediário financeiro, empresas vinculadas aos mesmos grupos e as formas de apoio do BNDES, considerando o BNDES Indireto automático e não automático, o BNDES Direto, o BNDESPar, incluindo o BNDES Ações, o BNDES Debêntures e o BNDES Fundos. Para a organização da rede, adotamos a perspectiva analítica da *rede* sociocentrada³⁶, ou seja, analisando a dinâmica da rede como um todo, cuja delimitação encontra-se definida a partir de uma delimitação externa e anterior à análise, e da rede egocentrada, analisando a atuação de indivíduos específicos presentes na rede.

Para a identificação e análise do papel exercido pelos sujeitos na rede, utilizamos métricas referentes à centralidade, como o *degree* e *betweenness*. De modo geral, o *degree* representa o número de ligações adjacentes de cada indivíduo, sendo que, quanto maior for este número, maior é a atividade, o acesso aos recursos disponíveis e o alcance de posições vantajosas e menos dependentes dos demais indivíduos da rede. Os indivíduos que apresentam múltiplas entradas (*indegree*) podem ser considerados como proeminentes ou de prestígio, e os

³⁶ Além das Redes Sociocentradas, existem as Redes Egocentradas, mapeadas em torno de um nó central e de suas conexões, as Redes de Sistema Aberto, nas quais os limites não são claros, não sendo possível afirmar que todas as conexões ou variáveis foram mapeadas, as Redes Polarizadas, sendo redes que demonstram a polarização de dois grandes grupos sobre um tema, entre outras (SILVA; STABILE, 2016 p. 247).

que apresentam múltiplas saídas de conexões (*outdegree*) podem apresentar grande influência, em função da sua capacidade de interação com os demais indivíduos da rede.

O *betweenness*, por sua vez, se refere àquele que, mesmo possuindo um número pequeno de conexões, ocupa posição chave, intermediando as relações existentes. A posição do “ator ponte”, como é conhecida, pode representar uma forma de poder estabelecida no interior da rede, especialmente no que tange ao controle do fluxo das trocas. Normalmente, esta medida de centralidade é calculada a partir das distâncias geodésicas, ou seja, pelo número de vezes em que um determinado ator³⁷ aparece no menor caminho entre outros dois atores da rede.

Importante considerar que, no campo teórico, existe a defesa de que a centralidade dos atores em uma rede não representa, necessariamente, uma relação de poder. Autores como Bonacich (1987) sustentam a ideia de que o poder pode ser expresso em situações onde um ator esteja conectado a outros centrais, na medida em que estes podem se conectar rapidamente com os demais atores da rede, como explica Silva et al. (2013, p. 46) “A lógica é simples: estar bem conectado a outros actores conectados torna o actor central, mas não mais poderoso”. Para tal, faz-se necessário compreender o contexto de inserção destes para analisar, junto às medidas de centralidade existentes, o papel exercido na rede investigada.

Considerando a importância do apontamento acima, esclarecemos que as medidas de centralidade mencionadas foram utilizadas nesta pesquisa de modo a apoiar às análises qualitativas. Nas redes delimitadas, o *indegree* foi utilizado na identificação das instituições financeiras que receberam maior quantidade de recursos do BNDES, e o *outdegree* foi utilizado na identificação das instituições financeiras que mais intermediaram os recursos do BNDES às demais empresas presentes nas redes. O *betweenness*, por sua vez, foi utilizado para demonstrar as instituições financeiras que mais captaram recursos do BNDES, distribuindo-os dentro da rede delimitada, e o contrário, demonstrar as instituições financeiras que captaram recursos do BNDES e os destinaram a empresas localizadas fora da rede. Desse modo, verificamos, a partir dos diferentes governos, as instituições financeiras que contribuíram com o aumento da densidade da rede, isto é, com o aumento das conexões entre os indivíduos via circulação dos desembolsos do BNDES, concentrando-os nos mesmos grupos, bem como as instituições que captaram e intermediaram os recursos do BNDES, distribuindo-os externamente.

³⁷ A literatura consultada referente à ARS denomina os indivíduos presentes na rede como atores. Mesmo que, de acordo com a perspectiva analítica utilizada, o termo não se adegue perfeitamente, utilizaremos o(s) termo(s) ator(es) nesta exposição, entendendo estes indivíduos, os atores, como sujeitos históricos. Neste ponto, é preciso considerar que, segundo Marx, “A História não faz nada, “não possui nenhuma riqueza imensa”, “não luta nenhum tipo de luta”! Quem faz tudo isso, quem possui e luta é, muito antes, o homem, o homem real, que vive; não é, por certo, a “História”, que utiliza o homem como meio para alcançar seus fins - como se se tratasse de uma pessoa à parte -, pois a História não é senão a atividade do homem que persegue seus objetivos” (2003, p. 111).

Assim, considerando as diferentes medidas de centralidade e demais aspectos inseridos no escopo geral da ARS, delimitamos a rede a partir da inclusão das principais instituições financeiras *dealers*/intermediários financeiros, das empresas vinculadas por cruzamento acionário aos mesmos grupos econômicos e/ou financeiros e dos financiamentos do BNDES, via BNDES Direto, BNDES Indireto automático e não automático e BNDESPar. As empresas dos grupos analisados que não receberam aportes do BNDES não foram inseridas na rede. Trata-se de uma delimitação posicional, baseado na presença de um atributo, e relacional, pautado na existência de conexões.

Os sociogramas e as tabelas foram elaborados com diferentes softwares e distintas bases de dados. O Microsoft Excel foi empregado na organização dos dados coletados e na elaboração de tabelas específicas. O Ucinet 6 foi aplicado na construção de matrizes quadradas, ou seja, de tabelas contendo igual número de linhas e colunas, indicando as relações bidirecionais, e na aferição do *degree* (*indegree* e *outdegree*) e do *betweenness*. O Net Draw, por sua vez, foi utilizado na elaboração dos sociogramas, fornecendo o recurso visual à análise.

Como base de dados consultamos as versões impressas e digitalizadas dos Anuários Valor Grandes Grupos, da revista Valor Econômico, os organogramas descritos nos Formulários de Referência cadastrados pelos grupos na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e as planilhas disponibilizadas na Central de Downloads do sítio eletrônico do BNDES. Dimensionamos a análise longitudinal da nossa investigação a partir da composição das redes de financiamento do BNDES em cada governo do período estudado, ou seja, de 2003 a 2018.

4.3. DEALERS E GRUPOS NA REDE DE FINANCIAMENTOS DO BNDES

A partir da localização das principais instituições financeiras identificadas em grupos econômicos e/ou financeiros, foi realizada uma intensa investigação para o mapeamento das empresas que pertenceram aos mesmos grupos ao final de cada mandato presidencial, de modo a obter a configuração dos grupos ao fim de cada período investigado. Após o mapeamento, coletamos dados referentes às empresas prestatárias do BNDES e organizamos duas bases de dados. Para o cruzamento das informações e a identificação das empresas vinculadas aos grupos, beneficiárias do BNDES, utilizamos a fórmula PROCV do Microsoft Excel. Para uma seleção mais fina utilizamos o mecanismo de localização do software, minimizando a margem de erro dos cruzamentos. Assim, foi possível elaborar as matrizes no Excel e importá-las para o Ucinet 6 e, posteriormente, para o Net Draw, culminando nas imagens e tabelas a seguir.

4.3.1. Governo Lula 1 (2003 a 2006)

Conforme exposto anteriormente, as principais instituições financeiras *dealers* e agentes intermediários do BNDES no período referente ao primeiro governo Lula foram os bancos: Bradesco; do Brasil; Itaú; Pactual, incluindo o UBS Pactual; Caixa Econômica Federal; Votorantim; Santander (Brasil), considerando também o Santander e o Santander Banespa; ABN Amro Real; Unibanco; HSBC Bank Brasil; Banco Citibank e JP Morgan.

Tomando estas instituições como base para a identificação dos grupos, bem como das empresas financeiras e não financeiras vinculadas a estes ao final de 2006, término do primeiro governo Lula, construímos a tabela abaixo contendo os principais *dealers*/intermediários do período, o número de avaliações positivas recebidas pelo Bacen referente a atuação destes no Demab, o grupo econômico e/ou financeiro ao qual estas instituições se vinculavam, e o número de empresas que possuíam cruzamento acionário entre si dentro dos respectivos grupos. Conforme a metodologia adotada, nos casos em que houve fusão e/ou aquisição de uma instituição financeira por outra, os valores referentes às avaliações positivas pelo Bacen foram somados e uma observação foi inserida como complemento explicativo logo abaixo da tabela.

Tabela 14 - Grupos, *dealers* e número de empresas vinculadas (2003 a 2006)

<i>Dealers</i>	Avaliações positivas	Grupo econômico e/ou financeiro	Número de Empresas***
Banco Bradesco S.A.	14	Bradesco	88
Banco do Brasil S.A.	14	BB	45
Banco Itaú S.A.	12	Itaúsa	117
Banco Pactual S.A.; Banco UBS Pactual S.A.*	11	Pactual	19
Caixa Econômica Federal	11	Caixa	8
Banco Votorantim S.A.	10	Votorantim	92
Banco Santander (Brasil) S.A.; Banco Santander Banespa S.A.	9	Santander**	19
Banco ABN Amro Real S.A.	8	ABN Amro	39
Banco Unibanco S.A.	8	Unibanco	46
HSBC Bank Brasil S.A.	8	HSBC	16
Banco Citibank S.A.	8	Citi	16
Banco JP Morgan S.A.	8	JP Morgan	13
Total de Empresas			518

Fonte: Anuários 2003 e 2006 do Valor Grandes Grupos, CVM e Bacen. Elaboração própria.

* Em dezembro de 2006, o Banco Pactual S.A. foi vendido para o banco UBS, se tornando o UBS Pactual S.A.

** Em novembro de 2000, o Grupo Santander adquiriu o capital votante do então Banco do Estado de São Paulo.

*** Número obtido com base na metodologia adotada e no material consultado.

Para a delimitação da rede consideramos os grupos econômicos e/ou financeiros nos quais as instituições financeiras *dealers*/intermediárias se vinculavam, incluindo apenas as empresas que, vinculadas a estes, receberam aportes do BNDES. As ligações entre estas com

empresas e grupos não incluídos na rede foram desconsiderados. As empresas vinculadas a dois ou mais grupos na rede foram contabilizadas naquele com maior participação em seu capital.

Tabela 15 - *Dealers* e empresas na rede de financiamentos do BNDES (2003 a 2006)

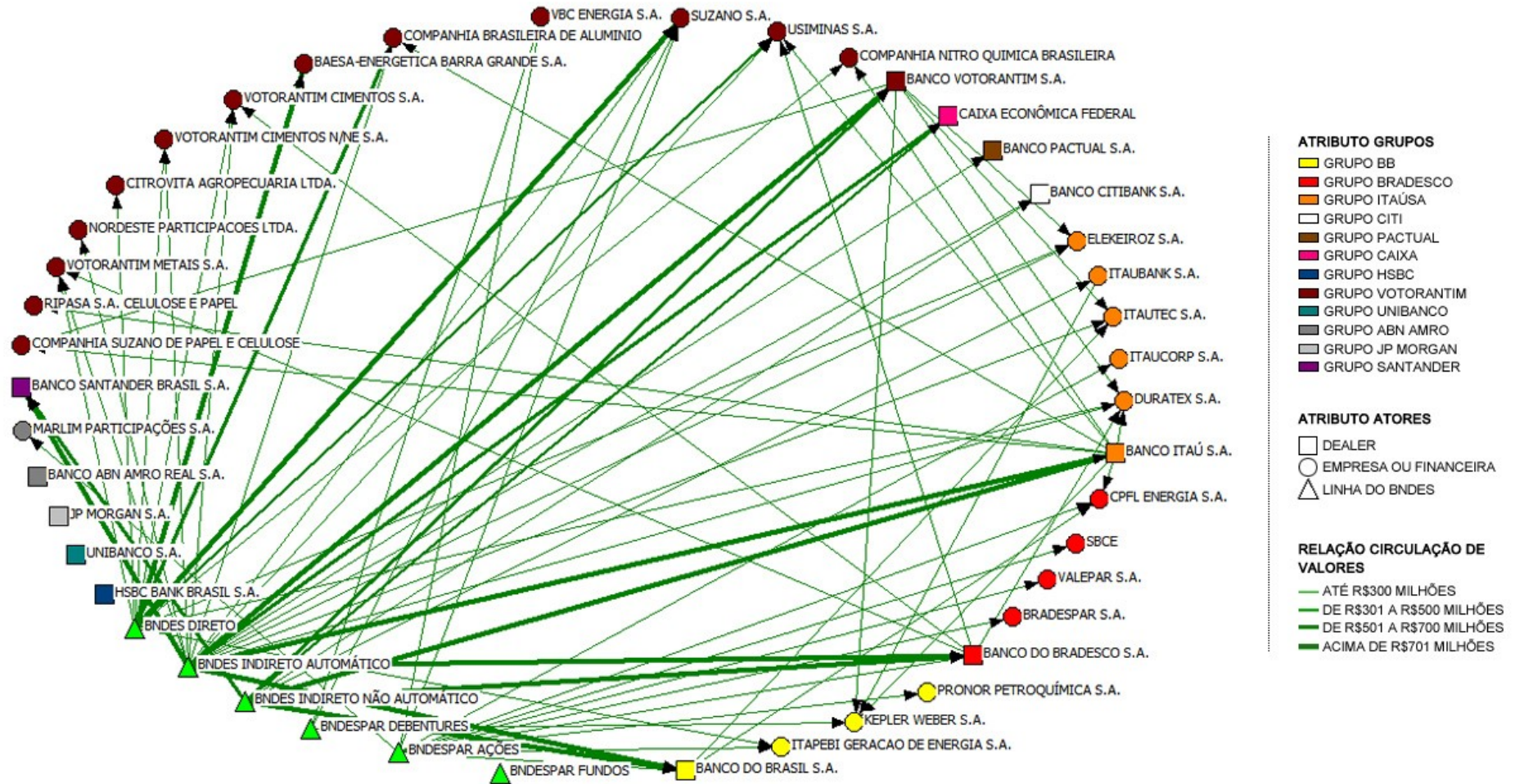
<i>Dealers</i>	Grupo econômico e/ou financeiro	Número de Empresas
Banco Bradesco S.A.	Bradesco	5
Banco do Brasil S.A.	BB	4
Banco Itaú S.A.	Itaúsa	6
Banco Pactual S.A.; Banco UBS Pactual S.A.	Pactual	1
Caixa Econômica Federal	Caixa	1
Banco Votorantim S.A.	Votorantim	14
Banco Santander Brasil S.A.; Banco Santander Banespa S.A.	Santander	1
Banco ABN Amro Real S.A.	ABN Amro	2
HSBC Bank Brasil S.A.	HSBC	1
Banco Unibanco S.A.	Unibanco	1
Banco Citibank S.A.	Citi	1
Banco JP Morgan S.A.	JP Morgan	1
Total de empresas		38

Fonte: Anuários 2006 e 2007 do Valor Grandes Grupos e CVM. Elaboração própria.

De acordo com as tabelas, das 92 empresas vinculadas ao Grupo Votorantim, 14 receberam algum tipo de fomento do BNDES no período. Das 117 empresas vinculadas ao Grupo Itaúsa, seis receberam fomento do BNDES, das 45 empresas vinculadas ao Grupo BB, quatro receberam aportes e das 88 empresas vinculadas ao Grupo Bradesco, apenas cinco receberam algum fomento do BNDES no período referente ao primeiro governo Lula. Na delimitação da rede temos, então, 38 de empresas, incluindo as instituições financeiras *dealers*.

O sociograma a seguir representa a rede financiamentos do BNDES no período mencionado, retratando as relações entre as principais instituições financeiras *dealers*/intermediárias, as empresas vinculadas aos grupos, e os aportes do BNDES considerados. Elegemos o formato circular para facilitar a visualização dos diversos atores e para facilitar a observação do direcionamento dos fluxos financeiros. As empresas e os *dealers*/intermediários vinculados a um mesmo grupo foram retratados com a mesma cor, facilitando a identificação visual. Quanto aos formatos dos nós, ou seja, de cada ator, os quadrados indicam os *dealers*/intermediários, os círculos retratam as empresas e os triângulos representam as diferentes formas de apoio do BNDES. No que se refere às linhas conectoras, isto é, as arestas, a espessura aponta a quantidade de capital em circulação. As setas, nesta rede bidirecional, mostram a direção dos fluxos, ou seja, a captação direta e indireta dos desembolsos do BNDES, sendo a última possibilitada via agentes financeiros intermediários.

Sociograma 1 - Dealers e grupos na rede financiamentos do BNDES (2003 a 2006)



Fonte: Elaboração própria.

De modo geral, é possível observar o direcionamento de grande parte do fluxo financeiro do BNDES Indireto, em suas modalidades automático e não automático, aos *dealers*, pois, conforme apontado nos capítulos anteriores, os principais *dealers* do mercado de títulos públicos foram os principais intermediários financeiros no BNDES Indireto no período. Também é possível observar um grande fluxo saindo do BNDES Direto com destino às diversas empresas localizadas na rede, em especial às vinculadas ao Grupo Votorantim, em maior número, e às vinculadas ao Grupo Itaúsa.

Por meio da utilização do Ucinet 6 foi possível identificar o grau de centralidade dos atores, isto é, o número de saídas (*outdegree*) e entradas (*indegree*) de conexões, representado no sociograma pela direção das setas. Importante mencionar que o BNDES aparece em posição de destaque no que se refere ao *outdegree*, pois, dada a delimitação da rede, as diferentes formas de apoio do BNDES situam a origem dos recursos, ou seja, o ponto de partida do fluxo financeiro. Já as empresas financeiras e não financeiras vinculadas aos grupos recebem os fluxos de capital, possuindo apenas como marcador o *indegree*, exceto os agentes financeiros intermediários que possuem os dois marcadores, o *indegree* e o *outdegree*.

A partir destas observações, nos pareceu oportuno focar nossa investigação e análise nas instituições financeiras *dealers* por duas razões principais. Na primeira, além destas instituições receberem aportes financeiros do BNDES para si, elas trabalham como agentes financeiros intermediários do BNDES Indireto, auxiliando na distribuição dos aportes às demais empresas contidas na rede. Neste aspecto, é possível verificar o direcionamento dos desembolsos do BNDES às empresas vinculadas ao grupo no qual a instituição financeira intermediária também se vinculava, e às empresas vinculadas à diferentes grupos dispostos na rede investigada. Na segunda razão, podemos compreender, por meio das diferentes medidas de centralidade, o papel exercido pelas principais instituições financeiras identificadas na rede de financiamentos do BNDES, diferenciando, inclusive, a centralidade dos bancos públicos e bancos privados nos diferentes governos compreendidos neste estudo.

Isto posto, inserimos abaixo uma tabela contendo o *degree* como medida de centralidade para cada uma das principais instituições financeiras *dealers*/intermediárias no período. O maior *indegree*, conforme exposto, representa maior quantidade de ligações de entrada de um ator. No entanto, para o cálculo consideramos as entradas e os valores recebidos em termos absolutos. Assim, o *indegree* representa a maior quantidade de entradas e o maior recebimento de valores do BNDES, e o *outdegree* representa maior quantidade de saídas e maior quantidade de recursos intermediados do BNDES aos demais atores no interior da rede.

Tabela 16 - Degree - *Dealers* na rede de financiamentos do BNDES (2003 a 2006)

<i>Dealers</i>	<i>Indegree</i> (Entrada de empréstimos)	<i>Outdegree</i> (Intermediação de empréstimos dentro da rede)
Banco Bradesco S.A.	19	4
Banco Itaú S.A.	18	8
Banco do Brasil S.A.	18	2
Banco Santander (Brasil) S.A.	15	0
Banco Votorantim S.A.	14	5
Caixa Econômica Federal	8	0
Banco Citibank S.A.	2	0
Banco Pactual S.A.; Banco UBS Pactual S.A.	1	0
HSBC Bank Brasil S.A.	0	0
Banco ABN Amro Real S.A.	0	0
Banco JP Morgan S.A.	0	0
Banco Unibanco S.A.	0	0

Fonte: Elaboração própria, com o auxílio do Ucinet 6.

Ainda que se perceba maior densidade e maior direcionamento dos fluxos financeiros às empresas vinculadas ao Grupo Votorantim, ao analisarmos os *dealers*, verificamos maior *indegree* para os bancos Bradesco, Itaú e do Brasil. Já ao que se refere ao *outdegree*, em primeiro lugar temos o Banco Itaú e, em segundo e terceiro lugares, temos os bancos Votorantim e Bradesco, respectivamente, indicando as três instituições como principais agentes financeiros intermediários do BNDES na rede delimitada para o primeiro governo Lula. O Banco do Brasil, ainda que tenha se destacado no *indegree*, distribuiu os recursos fora da rede, tendo, por este motivo, baixo *outdegree*.

Analisando o destino dos recursos do BNDES, captados pelas principais instituições financeiras, verificamos, conforme a tabela abaixo, que apenas os bancos Itaú e Votorantim intermediaram os aportes do BNDES para uma empresa vinculada a cada um dos dois grupos. No entanto, observamos que houve a intermediação dos desembolsos do BNDES às companhias vinculadas a outros grupos inseridos na rede. O destaque foi para o Banco Itaú, que intermediou os recursos para sete empresas não vinculadas ao seu grupo de origem, sendo uma do Grupo BB, uma do Grupo Bradesco e cinco do Grupo Votorantim. Já o Banco Bradesco intermediou para quatro empresas não vinculadas ao grupo no qual se vinculava, sendo uma do Grupo Itaúsa e três do Grupo Votorantim. O Banco Votorantim intermediou para quatro empresas de diferentes grupos inseridos na rede, sendo uma do Grupo BB e três do Grupo Itaúsa. O Banco do Brasil intermediou para duas empresas não vinculadas ao seu grupo, sendo uma do Grupo Bradesco e uma do Grupo Itaúsa.

Tabela 17 – *Dealers*, intermediação e rede de financiamentos do BNDES (2003 a 2006)

<i>Dealers</i>	Número de empresas que a instituição financeira <i>dealer</i> intermediou os aportes do BNDES, considerando:	
	Empresas vinculadas ao mesmo grupo econômico e/ou financeiro	Empresas NÃO vinculadas ao mesmo grupo econômico e/ou financeiro
Banco Itaú S.A.	1	7
Banco Bradesco S.A.	0	4
Banco do Brasil S.A.	0	2
Banco Santander (Brasil) S.A.	0	0
Banco Votorantim S.A.	1	4
Caixa Econômica Federal	0	0
Banco Citibank S.A.	0	0
Banco Pactual S.A.; Banco UBS Pactual S.A.	0	0
Banco Unibanco S.A.	0	0
HSBC Bank Brasil S.A.	0	0
Banco ABN Amro Real S.A.	0	0
Banco JP Morgan S.A.	0	0

Fonte: Anuários 2006 e 2007 do Valor Grandes Grupos e CVM. Elaboração própria.

Ainda que as instituições financeiras tenham realizado financiamentos cruzados, ou seja, tenham intermediado aportes do BNDES para empresas vinculadas a outros grupos econômicos e/ou financeiros, algumas empresas, por possuírem o capital aberto e diferentes participações acionárias, se vincularam a diferentes grupos no período.

Verificando os organogramas dos grupos na sistematização realizada nos Anuários Valor Grandes Grupos de 2006 e 2007, identificamos que a empresa Seguradora Brasileira de Crédito à Exportação S.A. se vinculava ao Grupo BB e ao Grupo Bradesco, sem que fosse controlada por estes. A empresa BB Banco de Investimentos S.A., 100% controlada pelo Banco do Brasil, detinha 12,08% das ações da Seguradora Brasileira de Crédito à Exportação S.A., ao mesmo tempo em que a Bradesco Auto/RE Companhia de Seguros S.A., 100% controlada pela Bradesco Seguro e Previdência LTDA., detinha 12,09% de suas ações.

No período, a Seguradora Brasileira de Crédito à Exportação S.A teve participações do BNDESPar, não se referindo necessariamente à intermediação realizada por uma instituição financeira, mas à participação do Estado, via BNDES, em uma empresa concebida no âmbito privado. Atualmente, a empresa é contratada pela União para prestar serviços relativos a seguros de crédito à exportação. Trata-se de um dos diversos casos apontados na literatura sobre a participação acionária minoritária do Estado em empresas privadas, onde o Estado não detém controle, mas participa do capital da empresa. Na empresa em questão, o BNDES detinha 12,09% do capital total e 12,09% das Ações Ordinárias Nominativas (ON), com direito a voto em assembleias e prioridade no recebimento de proventos.

Considerando o *betweenness*, medida de centralidade utilizada para o cálculo do grau de intermediação entre os diferentes atores, verificamos o papel das instituições financeiras na rede a partir da dinâmica do fluxo financeiro. O *betweenness* se diferencia do *degree*, mais especificamente do *outdegree*, pois se refere à quantidade de vezes que um determinado ator surge num caminho geodésico, ou seja, num caminho mais curto, entre um outro ator e os demais atores na rede. Retomando o exposto anteriormente, no caso investigado, o *betweenness* revela a instituição financeira que mais intermediou os recursos do BNDES às empresas localizadas dentro da rede delimitada, bem como as instituições financeiras que intermediaram recursos do BNDES às empresas não inseridas na rede, ou seja, sem vínculos formais com os grupos econômicos e/ou financeiros estudados. Assim, encontramos os seguintes dados para as principais instituições financeiras *dealers*/intermediárias no primeiro governo Lula.

Tabela 18 - *Betweenness* - *Dealers* na rede de financiamentos do BNDES (2003 a 2006)

<i>Dealers</i>	<i>Betweenness</i>
Banco Itaú S.A.	8.667
Banco Bradesco S.A.	6.833
Banco Votorantim S.A.	3.667
Banco do Brasil S.A.	2.500
Banco Santander (Brasil) S.A.	0.000
Banco Citibank S.A.	0.000
Caixa Econômica Federal	0.000
Banco Pactual S.A.; Banco UBS Pactual S.A.	0.000
Banco Unibanco S.A.	0.000
Banco ABN Amro Real S.A.	0.000
HSBC Bank Brasil S.A.	0.000
Banco JP Morgan S.A.	0.000

Fonte: Elaboração própria, a partir da utilização do Ucinet 6.

Obs.: No cálculo realizado consideramos o número de conexões e os valores tramitados.

O ator com maior grau de intermediação foi o Banco Itaú, seguido pelo Banco Bradesco e, em menor medida, pelos bancos Votorantim e do Brasil. De forma oposta, os atores que menos se destacaram foram os bancos Santander (Brasil), Citibank, Caixa Econômica Federal, Pactual, Unibanco, ABN Amro Real, HSBC Bank Brasil e JP Morgan. O uso do *betweenness* confirma o verificado no *degree* e indica os bancos Itaú e Bradesco como os atores que mais captaram recursos do BNDES e os que mais distribuíram estes recursos aos demais situados no interior da rede delimitada.

Ainda que o Banco Votorantim tenha se destacado no *outdegree*, bem como o Banco do Brasil, o *betweenness* indicou que o banco conectou poucos atores que necessitavam de intermediação para alcançarem os recursos do BNDES, e que a maior parte dos recursos

captados por estas instituições foram destinados a empresas localizadas fora da rede. Nesse aspecto, chamamos a atenção para o Banco Santander (Brasil) e para a Caixa Econômica Federal, instituições que também se destacaram no *indegree*, ou seja, por captarem os recursos do BNDES, sem, contudo, intermediá-los dentro da rede.

Com as aferições realizadas, compreendemos que os bancos Itaú e Bradesco assumiram posição central, pois estão estrategicamente localizados no caminho mais curto entre diferentes pares de atores, o que lhes permite maior capacidade de exercer influência sobre as ações do conjunto de atores, via distribuição dos desembolsos do BNDES, alimentando a densidade da rede. De modo inverso, o Banco Santander (Brasil) e a Caixa Econômica Federal, com baixa centralidade, não alimentaram a densidade da rede, ou seja, não contribuíram para o aumento das conexões entre os atores na circulação do capital do BNDES no interior da rede.

Ainda que o Banco Votorantim tenha ficado em terceiro lugar no *betweenness*, não podemos desprezar que uma parte considerável dos recursos do BNDES foi direcionada de forma direta e indireta às empresas pertencentes ao Grupo, visível no sociograma pela quantidade de conexões de suas empresas. Tal fato dialoga com a política econômica do primeiro governo Lula, em especial no que se refere às proposições para o desenvolvimento econômico do país, que culminaram, mais tarde, no PAC em 2007, e na Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) em 2008. O Grupo Votorantim possuía grande parte de suas empresas nos setores de metais, siderurgia, cimento, celulose, incentivadas dentro do objetivo de aceleração do crescimento econômico do Brasil.

Assim, a utilização das métricas para o *degree* e o *betweenness* no estudo proposto revelou que, no período referente ao primeiro governo Lula, os bancos Itaú e Bradesco foram as instituições financeiras com maior centralidade, intermediando os recursos do BNDES para um maior número de empresas na rede, ainda que grande parte não se vinculasse ao mesmo grupo, e conectando empresas de diferentes grupos por caminhos mais curtos por meio da circulação dos aportes do BNDES. Outra observação relevante refere-se à centralidade ocupada na rede de financiamentos do BNDES delimitada pelos dois maiores bancos privados atuantes no país que, no mesmo período, representaram o primeiro e o terceiro *dealers*, respectivamente, mais atuantes no mercado de títulos públicos.

No que se refere à representatividade dos valores articulados dentro da rede de financiamentos do BNDES delimitada, a tabela abaixo indica os valores intermediados do BNDES Indireto automático e não automático, o número de empresas fomentadas e a média dos desembolsos por empresa, considerando as contidas dentro e fora da rede estudada.

Tabela 19 - BNDES Indireto - Média das Intermediações (Governo Lula 1) - Em R\$

Instituição Financeira	Valores intermediados do BNDES Indireto		Número de empresas fomentadas		Média dos desembolsos por empresa	
	Fora da Rede	Dentro da Rede	Fora da Rede	Dentro da Rede	Fora da Rede	Dentro da Rede
Banco Itaú	7.850.938.168,93	286.676.399,07	10903	*9	720.071,37	31.852.933,23
Banco Bradesco	7.396.935.630,93	100.450.930,07	13824	*5	535.079,25	20.090.186,01
Banco do Brasil	3.338.073.159,00	44.724.698,00	4062	*3	821.780,68	14.908.232,66
Banco Votorantim	1.421.608.778,70	21.451.695,00	161	5	8.829.868,19	4.290.339,00

Fonte: Contratações Indiretas Automáticas e Não Automáticas, Central de Downloads do BNDES. Elaboração própria. *Incluindo o banco em questão, por ter retido para si parte dos valores do BNDES Indireto.

Tendo como base os dados apresentados no capítulo anterior, as instituições financeiras identificadas na pesquisa articularam 49,88% do BNDES indireto automático no período, sendo: o Banco Bradesco responsável por 16,03%; o Banco Itaú responsável por 15,17%; o Banco Santander, por 8,81%; o Banco do Brasil, por 6,38%; o Banco Votorantim, por 2,37%, a Caixa Econômica Federal, por 1,11%; e os bancos Citibank e Pactual com menos de 1% cada. No BNDES Indireto não automático, as instituições identificadas movimentaram 84% dos desembolsos no período, sendo: o Banco Itaú responsável por 32,9%; o Banco Bradesco responsável por 14,7%; o Banco do Brasil, por 13,1%; o Banco Santander, por 10,6%; o Banco Votorantim, por 8,3%; a Caixa Econômica Federal, por 4,2%; e o Banco Citibank, por menos de 1%. Considerando apenas as instituições financeiras que articularam os desembolsos do BNDES Indireto na rede, a média dos valores intermediados pelo Banco Itaú às empresas dentro da rede foi de aproximadamente R\$ 32 milhões, cerca de 45 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. No caso do Banco Bradesco, a média dos valores intermediados às empresas dentro da rede foi de aproximadamente R\$ 20 milhões, cerca de 38 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. Assim, além de assumirem posição de centralidade, os bancos Itaú e Bradesco agiram como agentes centralizadores, destinando maior média dos recursos do BNDES Indireto às empresas no interior da rede.

Isto posto, alguns pontos nos parecem resumir as observações realizadas até o momento: 1) a concentração das atividades relacionadas ao financiamento do Estado e dos financiamentos por este realizados via BNDES em um pequeno grupo; 2) a existência do que podemos chamar de financiamentos cruzados, quando uma instituição financeira faz a intermediação dos recursos do BNDES às empresas vinculadas em outros grupos da rede delimitada; 3) uma menor centralidade dos bancos públicos, sendo o Banco do Brasil e a Caixa

Econômica Federal, quando em relação aos principais bancos privados, como os bancos Itaú e Bradesco, na dinamização da rede de financiamentos do BNDES delimitada neste estudo.

4.3.2. Governo Lula 2 (2007 a 2010)

No período referente ao segundo governo Lula, as principais instituições financeiras *dealers* e agentes intermediários do BNDES no período foram os bancos Bradesco, Banco do Brasil, Itaú Unibanco, BTG Pactual, Caixa Econômica Federal, Votorantim, Santander (Brasil), HSBC Bank Brasil e Citibank.

A tabela abaixo apresenta as principais instituições financeiras *dealers* do período, o número de avaliações positivas recebidas pelo Bacen referentes ao desempenho no Demab, o grupo econômico e/ou financeiro ao qual se vinculavam, e o número de empresas vinculadas aos mesmos grupos. Conforme metodologia adotada, nos casos em que houve fusão e/ou aquisição de uma instituição financeira por outra, os valores referentes às avaliações positivas foram somados e uma observação foi inserida como complemento explicativo da tabela.

Tabela 20 - Grupos, *dealers*, número de empresas vinculadas (2007 a 2010)

<i>Dealers</i>	Avaliações positivas <i>Dealers</i>	Grupo econômico e/ou financeiro	Número de Empresas**
Banco Itaú Unibanco S.A.*	16	Itaúsa	56
Banco Bradesco S.A.	14	Bradesco	121
Banco do Brasil S.A.	13	BB	56
Caixa Econômica Federal	12	Caixa	10
Banco BTG Pactual S.A.	12	Pactual	21
Banco Citibank S.A.	11	Citi	23
Banco Votorantim S.A.	9	Votorantim	92
Banco HSBC Bank Brasil S.A.	9	HSBC	26
Banco Santander (Brasil) S.A.	9	Santander	44
Total de Empresas			449

Fonte: Anuários 2007 e 2010 do Valor Grandes Grupos, CVM e Bacen. Elaboração própria.

* A fusão do Banco Itaú S.A. com o Banco Unibanco S.A. culminou ocorreu em novembro de 2008, sendo concluída em outubro de 2010.

** Número obtido com base na metodologia adotada e no material consultado.

Como mencionado, para a delimitação da rede consideramos os grupos econômicos e/ou financeiros nos quais as principais instituições financeiras *dealers*/intermediários financeiros se vinculavam no período, incluindo apenas as empresas vinculadas a estes grupos que receberam aportes do BNDES. Os vínculos decorrentes das ligações entre empresas de um grupo com empresas de grupos não incluídos na rede não foram considerados. Já as vinculadas a dois ou mais grupos da rede foram contabilizadas no grupo com maior participação no capital.

Tabela 21 - *Dealers* e empresas na rede de financiamentos do BNDES (2007 a 2010)

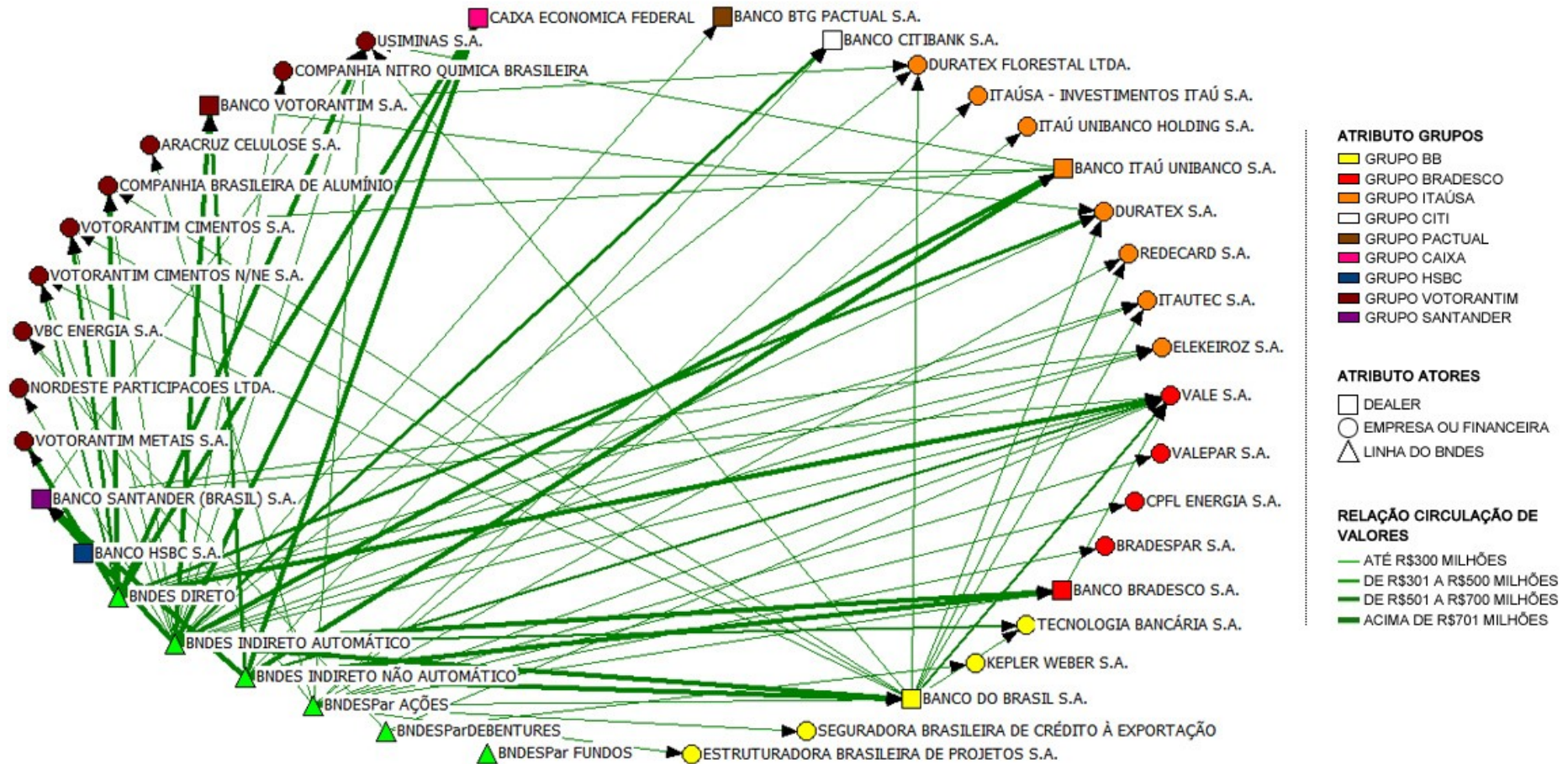
<i>Dealers</i>	Grupo econômico e/ou financeiro	Número de Empresas
Banco Itaú Unibanco S.A.	Itaúsa	8
Banco Bradesco S.A.	Bradesco	5
Banco do Brasil S.A.	BB	5
Caixa Econômica Federal	Caixa	1
Banco BTG Pactual S.A.	Pactual	1
Banco Citibank S.A.	Citi	1
Banco Votorantim S.A.	Votorantim	10
Banco HSBC Bank Brasil S.A.	HSBC	1
Banco Santander (Brasil) S.A.	Santander	1
Total de Empresas	---	33

Fonte: Anuários 2007 e 2010 do Valor Grandes Grupos e CVM. Elaboração própria.

De acordo com as tabelas, das 92 empresas vinculadas ao Grupo Votorantim, apenas dez receberam algum tipo de aporte do BNDES. Das 56 empresas mapeadas no Grupo Itaúsa, oito receberam estes empréstimos. Das 121 do Grupo Bradesco, apenas cinco receberam fomentos do BNDES, e das 56 do Grupo BB, cinco receberam aportes. Nos demais grupos considerados, apenas uma empresa de cada recebeu aportes do BNDES.

O sociograma a seguir retrata as relações entre as principais instituições financeiras *dealers*, também principais agentes financeiros intermediários, as empresas vinculadas aos grupos nos quais estas instituições se vinculavam, e as formas de apoio do BNDES mencionadas. O formato escolhido para a representação do sociograma, bem como as cores selecionadas, as formas utilizadas para retratar os atores, as linhas indicativas dos fluxos financeiros de empréstimos e suas espessuras e direções seguem as orientações realizadas anteriormente, também dispostas em legenda própria.

Sociograma 2 - Dealers e grupos na rede de financiamentos do BNDES (2007 a 2010)



Fonte: Elaboração própria.

A partir da ilustração acima, é possível observar a grande entrada de fluxo de capital nas instituições financeiras *dealers*, especialmente dos fluxos de origem do BNDES Indireto automático e não automático. Conforme apresentado nos capítulos anteriores, os principais *dealers* também representaram os principais agentes financeiros intermediários dos desembolsos do BNDES Indireto. Assim, a entrada e a saída de conexões, a partir destes atores, representam a dinâmica de intermediação dos fomentos do BNDES Indireto às empresas localizadas no interior da rede delimitada para este estudo.

Da mesma forma como observamos no primeiro governo Lula, houve um grande fluxo financeiro partindo do BNDES Direto e em direção às empresas vinculadas ao Grupo Votorantim, especialmente para a Usiminas, conforme indica o sociograma. Verificamos também o destino dos fluxos financeiros às empresas atuantes no setor de energia, como parte das ações previstas no PAC e no PDP e incentivadas pelo BNDES, mas vinculadas a outros grupos, como a Vale S.A., recebendo também do BNDES Direto, e a CPFL Energia S.A., com participação acionária do BNDESPar, ambas do Grupo Bradesco.

De modo geral, ainda que no período tenha sido registrado um aumento dos aportes do BNDES Direto e Indireto, conforme exposto no terceiro capítulo, a quantidade de atores na rede foi menor, passando de 38 no primeiro governo Lula, para 33 no segundo. A fim de verificar a centralidade das principais instituições financeiras *dealers*, por meio do *degree*, considerando a entrada e a saída do fluxo na rede de financiamento do BNDES, ou seja, do *indegree* e do *outdegree*, elaboramos a tabela abaixo.

Tabela 22 - *Degree - Dealers* na rede de financiamentos do BNDES (2007 a 2010)

<i>Dealers</i>	<i>Indegree</i> (Entrada de empréstimos)	<i>Outdegree</i> (Intermediação de empréstimos dentro da rede)
Caixa Econômica Federal	27	0
Banco do Brasil S.A.	19	14
Banco Bradesco S.A.	19	1
Banco Itaú Unibanco S.A.	18	3
Banco Santander (Brasil) S.A.	17	3
Banco Votorantim S.A.	14	2
Banco Citibank S.A.	7	0
Banco BTG Pactual S.A.	1	0
Banco HSBC Bank Brasil S.A.	0	0

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados do Ucinet 6.

A instituição financeira *dealer* com maior *indegree*, ou seja, com maior entrada de conexões e volume de recursos do BNDES foi a Caixa Econômica Federal, em especial por ter

recebido também grande quantidade de recursos do BNDES Direto. Já ao que se refere à saída, ao *outdegree*, o Banco do Brasil se destacou por realizar o maior número de conexões com outros atores e com maior volume de recursos intermediados.

Analisando o destino dos recursos do BNDES captados pelas instituições financeiras analisadas, verificamos, conforme a tabela abaixo, que apenas o Banco Bradesco e o Banco do Brasil intermediaram aportes do BNDES para uma empresa vinculada a cada um dos seus grupos. No entanto, observamos que houve a intermediação dos desembolsos do BNDES às empresas vinculadas aos outros grupos inseridos na rede. O destaque foi para o Banco do Brasil que intermediou recursos para nove empresas não vinculadas ao seu grupo, sendo uma do Grupo Bradesco, quatro do Grupo Itaúsa e quatro do Grupo Votorantim. Já o Banco Itaú Unibanco intermediou para três empresas não vinculadas ao seu grupo, sendo as três do Grupo Votorantim. O Banco Santander (Brasil) intermediou para três empresas não vinculadas ao seu grupo, sendo uma do Grupo Bradesco, uma do Grupo Itaúsa e uma do Grupo Votorantim. O Banco Votorantim intermediou recursos do BNDES para duas empresas do Grupo Itaúsa.

Tabela 23 - *Dealers*, intermediação e rede de financiamentos do BNDES (2007 a 2010)

<i>Dealers</i>	Número de empresas que a instituição financeira <i>dealer</i> intermediou os aportes do BNDES, considerando:	
	Empresas vinculadas ao mesmo grupo econômico e/ou financeiro	Empresas NÃO vinculadas ao mesmo grupo econômico e/ou financeiro
Caixa Econômica Federal	0	0
Banco Itaú Unibanco S.A.	0	3
Banco Bradesco S.A.	1	0
Banco do Brasil S.A.	1	9
Banco BTG Pactual S.A.	0	0
Banco Votorantim S.A.	0	2
Banco Santander (Brasil) S.A.	0	3
Banco Citibank S.A.	0	0
Banco HSBC Bank Brasil S.A.	0	0

Fonte: Anuários 2010 e 2011 do Valor Grandes Grupos e CVM. Elaboração própria.

Além da existência de financiamentos cruzados, há de se considerar que algumas empresas, por possuírem o capital aberto, se vincularam a diferentes grupos no período. Analisando os organogramas das empresas sistematizados pela Valor Grandes Grupos entre 2010 e 2011, identificamos que o Grupo BB possuía 13,60% das ações da Tecnologia Bancária S.A., sendo 9,02% do BB Banco de Investimentos S.A. e 4,51% do Banco do Brasil. O Grupo Bradesco detinha 11,72% das ações da mesma empresa, sendo 8,96% detidas pela Alvorada Cartões de Crédito, Financiamentos e Investimentos S.A. e 2,76% pelo Banco Alvorada S.A.,

cujo Banco Bradesco detinha 99,95% das ações. O mesmo ocorreu com a Estruturadora Brasileira de Projetos S.A., cujas ações eram detidas pelo Grupo BB, sendo 11,11% pelo Banco de Investimentos S.A, empresa 100% controlada pelo Banco do Brasil, e pelo Grupo Santander, sendo 10,50% pelo Banco Santander (Brasil). O Banco Votorantim, por sua vez, teve 49,99% de suas ações vendidas ao Banco do Brasil em 2009.

Assim, o Banco do Brasil, ao ter destinado recursos para a Tecnologia Bancária S.A., conforme o sociograma, investiu em uma empresa que também se vinculava a outros grupos. De outro modo, quando o BNDES detinha uma quantidade de ações da Estruturadora Brasileira de Projetos S.A., junto com o Grupo BB e o Grupo Santander, houve participação acionária do Estado, via BNDES, em uma empresa vinculada a diferentes grupos. Estas observações nos colocaram mais próximos da reflexão sobre a existência de laços de solidariedade de classe, especialmente entre os diferentes grupos analisados, materializados pelo financiamento cruzado, ponto que abordaremos mais adiante neste capítulo.

A tabela a seguir apresenta o *betweenness*, elaborada a partir dos dados das principais instituições financeiras *dealers* no segundo governo Lula. Como explicado, a posição de centralidade verificada com o *betweenness* se refere a capacidade que um ator possui em conectar diferentes pares de atores da rede por um caminho mais curto. O indicador permite assim verificar quais atores intermediaram a maior quantidade de recursos do BNDES na rede.

Tabela 24 - *Betweenness* - *Dealers* na rede de financiamentos do BNDES (2007 a 2010)

<i>Dealers</i>	<i>Betweenness</i>
Banco do Brasil S.A.	14.333
Banco Itaú Unibanco S.A.	1.333
Banco Santander (Brasil) S.A.	1.333
Banco Votorantim S.A.	1.000
Caixa Econômica Federal	0.000
Banco Bradesco S.A.	0.000
Banco BTG Pactual S.A.	0.000
Banco Citibank S.A.	0.000
Banco HSBC Bank Brasil S.A.	0.000

Fonte: Elaboração própria, a partir da utilização do Ucinet 6.

Conforme indica a tabela, os atores com maior grau de intermediação no período foram o Banco do Brasil e, em menor medida, os bancos Itaú Unibanco e Santander (Brasil). O Banco do Brasil assume a centralidade na intermediação dos recursos do BNDES, influenciando na dinâmica da distribuição e concentração dos recursos nos grupos.

Importante mencionar que, no período do primeiro governo Lula, na aferição do *betweenness*, encontramos o Banco Itaú em destaque. No *indegree* encontramos o Banco Bradesco, e no *outdegree*, o Banco Itaú. Assim, observando a dinâmica assumida pelas instituições financeiras públicas, buscamos elementos conjecturais para analisar a centralidade que estas instituições passaram a apresentar no segundo governo Lula.

Os bancos públicos brasileiros assumiram um importante papel durante a crise do sistema financeiro internacional, atuando, em especial, no mercado de crédito brasileiro, elevando a participação de 33,7%, em setembro de 2008, para 43,5%, em dezembro de 2009, de acordo com Mendonça e Deos (2010, p. 63). O Banco do Brasil elevou a oferta de crédito aos consumidores e às empresas, em especial aos segmentos de comércio exterior e de crédito rural, intensificou a compra de carteiras de crédito de pequenas instituições bancárias e adquiriu, ou finalizou a aquisição, de três bancos estaduais: a Nossa Caixa Nosso Banco (São Paulo), o Banco Estadual de Santa Catarina e o Banco do Piauí, além de adquirir cota de participação do Banco Votorantim. Promoveu o corte na taxa de juros, reduzindo os *spreads* bancários e aumentando a sua participação no mercado de crédito de 17,8%, em setembro de 2008, para 21,2%, em dezembro de 2009, e aumentando em 50% a sua carteira de crédito.

A Caixa Econômica Federal também atuou na expansão das operações de crédito, especialmente no setor habitacional, e no corte das taxas de juros, reduzindo o *spread* bancário dos empréstimos. Conforme Mendonça e Deos (2010, p. 65), a expansão foi verificada no aumento da participação da Caixa no total do crédito do sistema, saltando de 6,6%, em setembro de 2008, para 9,5%, em dezembro de 2009, após um crescimento de 79,8% de sua carteira.

Desse modo, os reflexos da intervenção do governo na economia, via mercado de crédito, também foram observados na rede de financiamentos do BNDES, pela centralidade dos bancos públicos. De um lado, temos a Caixa Econômica Federal se destacando como a maior captadora dos recursos do BNDES no período, sem contribuir para o aumento da densidade da rede, e, de outro lado, temos o Banco do Brasil se destacando como o maior intermediário do BNDES, contribuindo para o aumento da densidade da rede, ou, de outro modo, com o fechamento desta em si, a partir da intermediação aos mesmos grupos que a compõem.

No que se refere à representatividade dos valores articulados dentro da rede de financiamentos do BNDES delimitada, a tabela abaixo indica os valores intermediados do BNDES Indireto automático e não automático, o número de empresas fomentadas e a média dos desembolsos por empresa, considerando as contidas dentro e fora da rede estudada.

Tabela 25 - BNDES Indireto - Média das Intermediações (Governo Lula 2) - Em R\$

Instituição Financeira	Valores intermediados do BNDES Indireto		Número de empresas fomentadas		Média dos desembolsos por empresa	
	Fora da Rede	Dentro da Rede	Fora da Rede	Dentro da Rede	Fora da Rede	Dentro da Rede
Banco Itaú Unibanco	28.417.331.093,73	503.645.038,27	33612	*4	753.183,20	55.960.559,80
Banco do Brasil	27.875.714.271,00	658.127.813,00	29227	*11	953.765,84	59.829.801,18
Banco Bradesco	25.315.993.920,22	60.034.193,00	30417	*2	832.297,52	30.017.096,50
Banco Santander	15.617.818.546,00	140.889.083,00	10084	*4	1.548.772,16	35.222.270,75
Banco Votorantim	6.070.994.573,00	42.910.029,00	1506	*3	4.031.204,89	14.303.343,00

Fonte: Contratações Indiretas Automáticas e Não Automáticas, Central de Downloads do BNDES. Elaboração própria. * Incluindo o banco em questão, por ter retido para si parte dos valores do BNDES Indireto.

Os dados apresentados no capítulo anterior revelaram que as instituições financeiras identificadas durante o segundo governo Lula intermediaram 64% do BNDES Indireto automático, sendo: o Banco Itaú Unibanco responsável por 17,56%; o Banco Bradesco responsável por 15,83%, o Banco do Brasil, por 15,37%; o Banco Santander, por 10,19%; o Banco Votorantim, por 3,83%; a Caixa Econômica Federal, por 1,11%; e os bancos Citibank e BTG Pactual, por menos de 1% cada. No BNDES Indireto não automático, as instituições identificadas movimentaram 90% dos desembolsos, sendo: o Banco do Brasil responsável por 33,41%; a Caixa Econômica Federal, por 20,08%; o Banco Itaú Unibanco, por 17,58%; o Banco Bradesco, por 11,94%; o Banco Santander, por 4,47%; o Banco Votorantim, por 2,77%; e o Banco Citibank, por 0,19%. Considerando apenas as instituições financeiras que articularam os desembolsos do BNDES Indireto na rede, a média dos valores intermediados pelo Banco Itaú Unibanco às empresas dentro da rede foi de aproximadamente R\$ 56 milhões, cerca de 75 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. No caso do Banco do Brasil, a média dos valores intermediados às empresas dentro da rede foi de aproximadamente R\$ 60 milhões, cerca de 60 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. O Banco Bradesco intermediou às empresas dentro da rede cerca de R\$ 30 milhões, quase 35 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. O Banco Santander intermediou às empresas dentro da rede aproximadamente R\$ 35 milhões, cerca de 22 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. Assim, além de assumirem posição de centralidade, os bancos do Brasil e Itaú Unibanco agiram como agentes centralizadores, destinando maior média dos recursos do BNDES Indireto às empresas no interior da rede.

Assim, dentre os pontos verificados no segundo governo Lula, ressaltamos: 1) a concentração das atividades relacionadas ao crédito direcionado do BNDES num pequeno

grupo; 2) a continuidade dos financiamentos cruzados; e 3) os diferentes papéis assumidos pelos bancos públicos, ou seja, o Banco do Brasil captando e intermediando grande parte dos desembolsos do BNDES para os grupos inseridos na rede delimitada, e a Caixa Econômica Federal captando e intermediando os desembolsos do BNDES fora da rede.

4.3.3. Governo Dilma 1 (2011 a 2014)

No período referente ao primeiro governo Dilma, as principais instituições financeiras *dealers* e agentes intermediários do BNDES Indireto foram os bancos Bradesco, do Brasil, Itaú Unibanco, BTG Pactual, Santander (Brasil), Caixa Econômica Federal, HSBC Bank Brasil, Votorantim e Citibank. As seis primeiras instituições financeiras mencionadas tiveram o máximo de avaliações positivas no período.

A tabela abaixo sistematiza as principais instituições financeiras *dealers*/intermediários financeiros, as avaliações positivas recebidas em função da atuação no Demab, os grupos econômicos e/ou financeiros aos quais os *dealers* se vinculavam, além do número de empresas vinculadas aos mesmos grupos no final do primeiro governo Dilma. O número destas atribuído para cada grupo econômico e/ou financeiro foi obtido por meio de investigações dos Anuários do Valor Grandes Grupos e dos Formulários de Referência inseridos pelos grupos na plataforma da CVM.

Tabela 26 - Grupos, *dealers*, número de empresas vinculadas (2011 a 2014)

<i>Dealers</i>	Avaliações positivas	Grupo econômico e/ou financeiro	Número de Empresas*
Banco Bradesco S.A.	8	Bradesco	143
Banco do Brasil S.A.	8	BB	61
Banco Itaú Unibanco S.A.	8	Itaúsa	79
Banco BTG Pactual S.A.	8	BTG Pactual	161
Banco Santander (Brasil) S.A.	8	Santander	80
Caixa Econômica Federal	8	Caixa	39
HSBC Bank Brasil S.A.	7	HSBC	20
Banco Votorantim S.A.	6	Votorantim	77
Banco Citibank S.A.	4	Citi	14
Total de Empresas			674

Fonte: Anuários 2011 e 2014 do Valor Grandes Grupos, CVM e Bacen. Elaboração própria.

* Número obtido com base na metodologia adotada e no material consultado.

Como colocado, para a delimitação da rede consideramos os grupos econômicos e/ou financeiros aos quais as principais instituições financeiras *dealers* se vinculavam no período, incluindo apenas as empresas que receberam os aportes do BNDES. As ligações entre empresas

de um grupo com as de grupos não incluídos na rede não foram consideradas. Já empresas vinculadas a dois ou mais grupos presentes na rede foram contabilizadas naquele grupo com maior participação no capital.

Tabela 27 - *Dealers* e empresas na rede de financiamentos do BNDES (2011 a 2014)

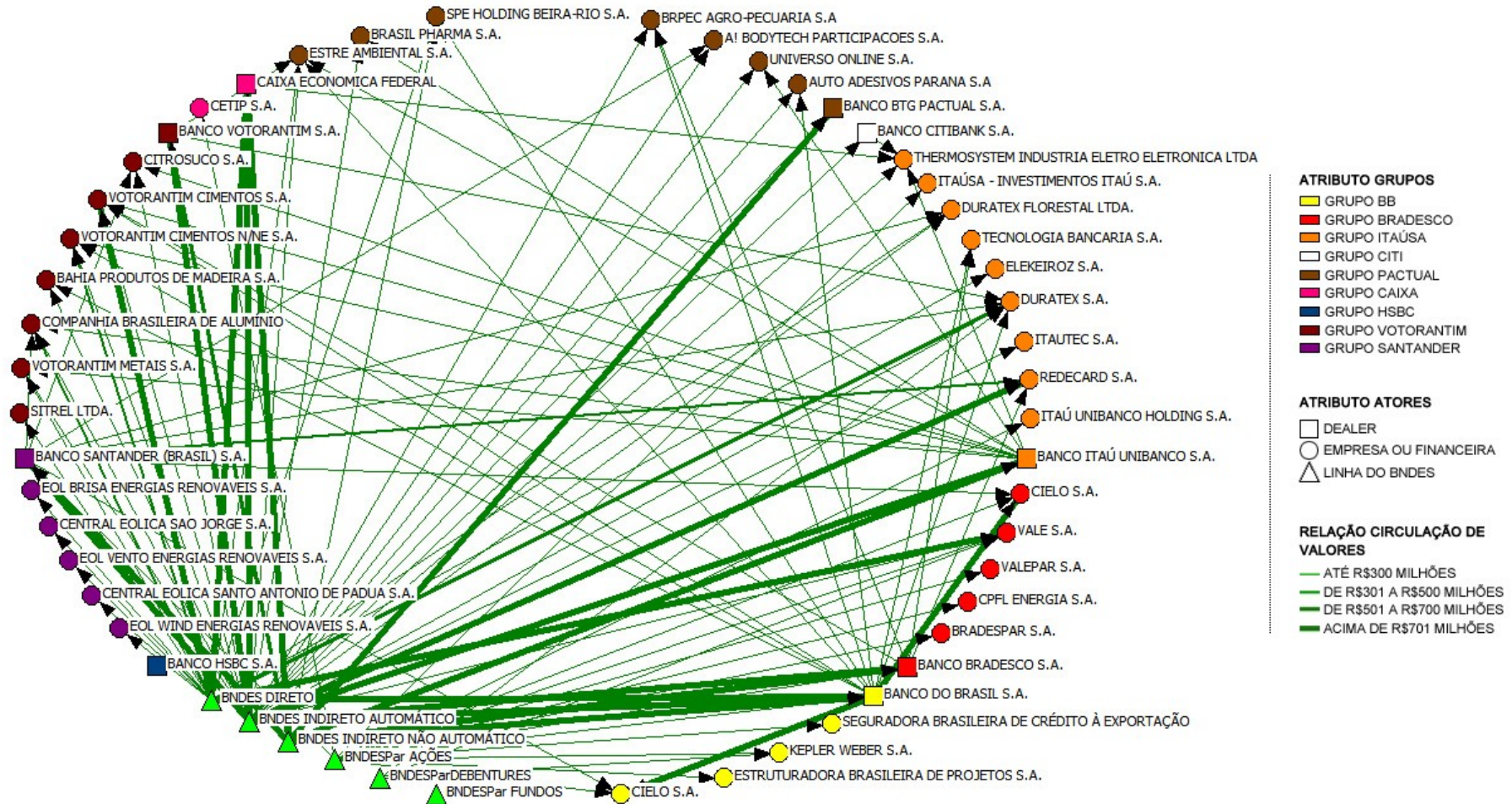
<i>Dealers</i>	Grupo econômico e/ou financeiro	Número de Empresas
Banco Bradesco S.A.	Bradesco	6
Banco do Brasil S.A.	BB	5
Banco Itaú Unibanco S.A.	Itaúsa	10
Banco BTG Pactual S.A.	BTG Pactual	8
Banco Santander (Brasil) S.A.	Santander	6
Caixa Econômica Federal	Caixa	2
HSBC Bank Brasil S.A.	HSBC	1
Banco Votorantim S.A.	Votorantim	8
Banco Citibank S.A.	Citi	1
Total de Empresas		47

Fonte: Anuários 2011 e 2014 do Valor Grandes Grupos e CVM. Elaboração própria.

De acordo com a tabela, das 161 empresas vinculadas ao Grupo BTG, oito receberam algum aporte do BNDES no período. Das 143 empresas mapeadas no Grupo Bradesco, seis receberam aportes do BNDES. Das 80 do Grupo Santander, seis receberam fomento do BNDES, e das 79 do Grupo Itaúsa, dez receberam aportes do BNDES. Das 77 vinculadas ao Grupo Votorantim, oito receberam aportes do BNDES, das 61 do Grupo BB, cinco receberam os aportes, e das 39 empresas do Grupo Caixa, duas receberam algum aporte do BNDES no período referente ao primeiro governo Dilma.

Assim, no processo de delimitação da rede de financiamentos do BNDES, foram identificadas 47 empresas, nove a mais em relação ao primeiro governo Lula, e 14 a mais em relação ao segundo governo Lula. A partir da organização das empresas vinculadas aos grupos econômicos e/ou financeiros aos quais também se vinculavam as instituições financeiras *dealers*, elaboramos o sociograma a seguir. O formato escolhido, bem como as cores selecionadas para apresentar os grupos, as formas utilizadas para caracterizar os atores e as linhas indicativas e suas espessuras seguem as orientações já realizadas e apontadas na legenda.

Sociograma 3 - Dealers e grupos na rede de financiamentos do BNDES (2011 a 2014)



Fonte: Elaboração própria. Obs.: 1) A Cielo S.A. consta nos grupos Bradesco e BB, pois ambos possuem 28,65% das ações da empresa. 2) Ainda que o Grupo Bradesco tenha mantido seus investimentos na Vale, segundo Dias (2018, p. 277), o BNDESPar e a Litel Participações (empresa controlada pela PREVI) possuíam, em 2014, 60,52% das ações da Valepar (controladora da Vale). No entanto, seguindo os materiais consultados, mantivemos a empresa no Grupo Bradesco, sem nos furtarmos desta observação.

Houve no período um grande direcionamento do fluxo de capital do BNDES às instituições financeiras *dealers*, especialmente proveniente das modalidades BNDES Indireto automático e não automático, além de intensa saída de fluxos financeiros do BNDES Direto às instituições financeiras e às empresas vinculadas aos grupos dispostos na rede, com destaque às empresas do Grupo Votorantim, do Grupo Itaúsa e do Grupo Santander.

A fim de verificar a centralidade das principais instituições financeiras *dealers* por meio do *degree*, considerando a entrada e a saída (*indegree* e *outdegree*) do fluxo na rede de financiamento do BNDES, elaboramos a tabela abaixo. Para a realização do cálculo consideramos as ligações de entrada e os valores recebidos em termos absolutos. Assim, o *indegree* representa a maior quantidade de entradas e o maior recebimento de valores do BNDES, e o *outdegree* representa maior quantidade de saídas e maior quantidade de recursos intermediados do BNDES aos demais atores da rede.

Tabela 28 - *Degree - Dealers* na rede de financiamentos do BNDES (2011 a 2014)

<i>Dealers</i>	<i>Indegree</i> (Entrada de empréstimos)	<i>Outdegree</i> (Intermediação de empréstimos dentro da rede)
Banco do Brasil S.A.	28	27
Caixa Econômica Federal	27	1
Banco Bradesco S.A.	19	5
Banco Santander (Brasil) S.A.	19	10
Banco Itaú Unibanco S.A.	18	10
Banco Votorantim S.A.	13	2
Banco BTG Pactual S.A.	11	0
Banco Citibank S.A.	2	1
HSBC Bank Brasil S.A.	0	0

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados do Ucinet 6.

As instituições financeiras com maior *indegree* foram o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, e, em menor medida, os bancos Bradesco, Santander (Brasil) e Itaú Unibanco. No que se refere ao processo de intermediação dos desembolsos do BNDES Indireto aos atores dispostos na rede, ou seja, ao *outdegree*, o Banco do Brasil se destacou novamente, seguido, em menor medida, pelos bancos Santander (Brasil) e Itaú Unibanco.

Analisando o destino dos recursos do BNDES captados pelas principais instituições financeiras, verificamos, conforme tabela abaixo, que os bancos do Brasil e Itaú Unibanco intermediaram aportes do BNDES para uma empresa vinculada em cada um dos seus grupos. Entretanto, observamos que houve a intermediação dos desembolsos do BNDES às empresas vinculadas aos outros grupos inseridos na rede.

O destaque foi para o Banco do Brasil, que intermediou os recursos para dez empresas não vinculadas ao seu grupo de origem, sendo uma do Grupo Bradesco, duas do Grupo Itaúsa, quatro do Grupo BTG e três do Grupo Votorantim. Já o Banco Itaú Unibanco intermediou para oito empresas não vinculadas ao grupo no qual se vinculava, sendo três do Grupo BTG e cinco do Grupo Votorantim. O Banco Santander (Brasil) intermediou para oito empresas não vinculadas ao grupo no qual se vinculava, sendo uma do Grupo BB, uma do Grupo Bradesco, três do Grupo Itaúsa, uma do Grupo BTG e duas do Grupo Votorantim. O Banco Bradesco intermediou para quatro empresas de diferentes grupos inseridos na rede, sendo duas do Grupo Itaúsa, uma do Grupo BTG e uma do Grupo Votorantim. O Banco Votorantim intermediou para duas empresas de diferentes grupos, sendo uma do Grupo Itaúsa e uma do Grupo BTG. O Banco Citibank intermediou para uma empresa do Grupo Itaúsa.

Tabela 29 - *Dealers*, intermediação e rede de financiamentos do BNDES (2011 a 2014)

<i>Dealers</i>	Número de empresas que a instituição financeira <i>dealer</i> intermediou os aportes do BNDES, considerando:	
	Empresas vinculadas ao mesmo grupo econômico e/ou financeiro	Empresas NÃO vinculadas ao mesmo grupo econômico e/ou financeiro
Banco do Brasil S.A.	1	10
Caixa Econômica Federal	0	1
Banco Bradesco S.A.	0	4
Banco Santander (Brasil) S.A.	0	8
Banco Itaú Unibanco S.A.	1	8
Banco BTG Pactual S.A.	0	0
HSBC Bank Brasil S.A.	0	0
Banco Votorantim S.A.	0	2
Banco Citibank S.A.	0	1

Fonte: Anuários 2014 e 2015 do Valor Grandes Grupos e CVM. Elaboração própria.

Analisando os organogramas das empresas sistematizados pelo Valor Econômico, nos Anuários Valor Grandes Grupos de 2014 e 2015, identificamos que o Grupo BB possuía 13,53% das ações da Tecnologia Bancária S.A., sendo 9,02% do BB Banco de Investimentos S.A. e 4,51% do Banco do Brasil. O Grupo Itaúsa detinha 24,93% das ações da mesma empresa, pelo Banco Itaú Unibanco. O Grupo Caixa detinha 5,95% das ações da Tecnologia Bancária S.A, pela Caixa Participações, 100% controlada pela Caixa Econômica Federal. O Grupo HSBC detinha 9,02% da mesma empresa, e o Grupo Santander detinha 20,82% pela Santander Serviços Técnicos, Administrativos e de Corretagem de Seguros S.A. O mesmo ocorreu com a Cielo S.A., cujas ações eram detidas pelo Grupo BB, sendo 28,65% do BB Banco de Investimentos S.A., pelo Grupo Bradesco, sendo 28,65% da Columbus Holdings S.A., 100% controlada pelo Banco Alvorada, cujo Banco Bradesco detinha 99,99% das ações, e pelo Grupo

Caixa, sendo 1,14% da Caixa Participações S.A., 100% controlada pela Caixa Econômica Federal.

Assim, o Banco do Brasil ao ter intermediado recursos do BNDES para a Cielo S.A., destinou recursos para si e para uma empresa na qual o Grupo Bradesco e o Grupo Caixa possuíam, em menor medida, participação acionária. O mesmo ocorreu quando o Banco do Brasil e o Banco Bradesco, conforme o sociograma, intermediaram recursos do BNDES à empresa Tecnologia Bancária S.A. Por possuir capital aberto, a empresa tem suas ações detidas, entre outros, pelos grupos BB, Itaúsa, Caixa, HSBC e Santander. Importante mencionar o caso da Vale S.A. Ainda que o Grupo Bradesco tenha mantido seus investimentos na empresa, o BNDESPar e a Litel Participações, empresa controlada pela PREVI, fundo de previdência do Banco do Brasil, possuíam, em 2014, 60,52% das ações da Valepar, empresa controladora da Vale S.A. (DIAS, 2018, p. 277). Porém, tendo em vista os materiais consultados e a metodologia adotada para a organização dos demais grupos e empresas inseridas na rede, no sociograma representamos a Vale S.A. vinculada ao Grupo Bradesco.

Compreendendo o *betweenness* como a medida de centralidade utilizada para o cálculo de intermediação, indicando a capacidade que um ator possui em conectar diferentes pares de atores na rede, intermediando os empréstimos do BNDES, disponibilizamos a tabela abaixo.

Tabela 30 - *Betweenness* - *Dealers* na rede de financiamentos do BNDES (2011 a 2014)

<i>Dealers</i>	<i>Betweenness</i>
Banco do Brasil S.A.	21.000
Banco Santander (Brasil) S.A.	10.833
Banco Itaú Unibanco S.A.	5.667
Banco Bradesco S.A.	4.333
Caixa Econômica Federal	1.500
Banco Votorantim S.A.	0.667
Banco Citibank S.A.	0.000
Banco BTG Pactual S.A.	0.000
HSBC Bank Brasil S.A.	0.000

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados do Ucinet 6.

O Banco do Brasil ficou novamente em posição de destaque, intermediando os desembolsos do BNDES Indireto às empresas, especialmente às vinculadas ao Grupo BTG Pactual e ao Grupo Votorantim. Em segundo lugar, verificamos o Banco Santander (Brasil) intermediando recursos às empresas vinculadas ao Grupo Itaúsa e ao Grupo Votorantim, além de encaminhar os recursos para algumas empresas vinculadas ao Grupo BTG Pactual.

Do mesmo modo como verificamos no segundo governo Lula, o Banco do Brasil aparece como o maior captador de recursos do BNDES e o maior distribuidor destes empréstimos dentro da rede delimitada. Já a Caixa Econômica Federal, segundo maior captador de recursos, destinou apenas um empréstimo para uma empresa contida no interior da rede. Dessa forma, o Banco do Brasil seguiu contribuindo com o aumento da circulação de capital na rede, se conectando com diferentes empresas no processo de intermediação dos recursos do BNDES, e a Caixa Econômica Federal continuou intermediando os recursos do BNDES a empresas fora da rede, sem contribuir com a concentração destes nos mesmos agentes.

No que se refere à representatividade dos valores articulados dentro da rede de financiamentos do BNDES delimitada, a tabela a seguir indica os valores intermediados do BNDES Indireto automático e não automático, o número de empresas fomentadas e a média dos desembolsos por empresa, considerando as contidas dentro e fora da rede estudada.

Tabela 31 - BNDES Indireto - Média das Intermediações (Governo Dilma 1) - Em R\$

Instituição Financeira	Valores intermediados do BNDES Indireto		Número de empresas fomentadas		Média dos desembolsos por empresa	
	Fora da Rede	Dentro da Rede	Fora da Rede	Dentro da Rede	Fora da Rede	Dentro da Rede
Banco do Brasil	46.462.793.075,56	2.811.282.990,98	72045	10	644.913,49	281.128.299,09
Banco Itaú Unibanco	48.228.298.550,87	201.266.857,00	49628	9	971.796,13	22.362.984,11
Banco Bradesco	36.784.871.745,33	138.280.540,00	52414	4	701.813,86	34.570.135,00
Caixa Econômica	19.848.377.229,47	2.000.000,00	18137	1	1.094.358,34	2.000.000,00
Banco Santander	13.896.325.473,83	429.046.814,00	5132	8	2.707.779,71	53.630.851,75
Banco Votorantim	5.255.718.625,44	9.367.261,00	1140	2	4.610.279,49	4.683.630,50
Banco Citibank	153.010.200,00	2.000.000,00	86	1	1.779.188,37	2.000.000,00

Fonte: Contratações Indiretas Automáticas e Não Automáticas, Central de Downloads do BNDES. Elaboração própria. * Incluindo o banco em questão, por ter retido para si parte dos valores do BNDES Indireto.

De acordo com os dados apresentados no terceiro capítulo, as instituições financeiras identificadas durante o primeiro governo Dilma intermediaram 63% do BNDES Indireto automático, sendo: o Banco Itaú Unibanco responsável por 19,27%; o Banco do Brasil responsável por 18,17%; o Banco Bradesco, por 14,66%; o Banco Santander, por 5,57%; a Caixa Econômica, por 3,15%; o Banco Votorantim, por 2,02%; e os bancos Citibank e BTG Pactual, por menos de 1% cada. No BNDES Indireto não automático, as instituições identificadas movimentaram 93% dos desembolsos, sendo: a Caixa Econômica Federal responsável por 47,61%; o Banco do Brasil, por 20,68%; o Banco BTG Pactual, por 7,09%; o Banco Itaú Unibanco, por 7,02%; o Banco Bradesco, por 5,70%; o Banco Santander, por 3,36%;

e o Banco Votorantim, por 1,49%. Considerando apenas as instituições financeiras que articularam os desembolsos do BNDES Indireto na rede, a média dos valores intermediados pelo Banco do Brasil às empresas dentro da rede foi de aproximadamente R\$ 280 milhões, cerca de 435 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. No caso do Banco Bradesco, a média dos valores intermediados às empresas dentro da rede foi de aproximadamente R\$ 35 milhões, quase 50 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. O Banco Itaú Unibanco intermediou às empresas dentro da rede cerca de R\$ 22 milhões, quase 23 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. O Banco Santander intermediou às empresas dentro da rede aproximadamente R\$ 54 milhões, cerca de 20 vezes a média dos valores intermediados fora da rede. Desse modo, além de assumirem a posição de centralidade, os bancos do Brasil, Bradesco, Itaú Unibanco e Santander agiram como agentes centralizadores, isto é, destinaram maior média dos recursos do BNDES Indireto às empresas dentro da rede.

Retomando o exposto no capítulo anterior, neste período houve maior intervenção do governo na economia por meio dos bancos públicos. Num momento em que se registrava baixo crescimento do PIB, em média 2,1% ao ano, metade do verificado no governo Lula, o governo Dilma manteve a redução dos juros dos bancos públicos, aumentando a competitividade destes no mercado de crédito. A medida provocou a redução dos juros cobrados pelos bancos privados e estimulou a economia por meio da ampliação do consumo das famílias que, embora pequeno, 3,1% ao ano, foi possível devido a ampliação do crédito, o aumento do emprego e da renda e a manutenção de programas sociais, como o bolsa família (CORSI, 2016, p. 2).

Houve também aumento da capacidade de empréstimos do BNDES, com recursos do Tesouro Nacional, e maior dinamização destes recursos na economia. As ações contidas no PAC e no Minha Casa Minha Vida, em vigor durante o primeiro governo Dilma, movimentaram a indústria, especialmente os setores relacionados à indústria de base e à construção civil, como se verifica no sociograma por meio dos fluxos direcionados à Duratex S.A., à Elekeiroz S.A., à Votorantim Cimentos S.A., à Vale S.A., entre outras.

De modo geral, dentre os pontos verificados no primeiro governo Dilma ressaltamos: 1) manutenção da concentração das atividades relacionadas ao crédito direcionado, via BNDES, em um pequeno grupo, ainda que a rede delimitada tenha apresentado maior número de atores; 2) a continuidade dos financiamentos cruzados; e 3) os diferentes papéis assumidos pelos bancos públicos, sendo a maior centralidade na rede assumida pelo Banco do Brasil, e a baixa centralidade pela Caixa Econômica Federal, com quase todo recurso intermediado fora da rede.

4.3.4. Governo Dilma 2 (2015 a 31/08/2016)

No período referente ao segundo governo Dilma, as principais instituições financeiras *dealers* e agentes intermediários do BNDES Indireto foram os bancos Itaú Unibanco, BTG Pactual, Santander (Brasil), Caixa Econômica Federal e Bradesco, recebendo o número máximo de avaliações positivas pelo Bacen e pelo TN, seguidos pelos bancos do Brasil, Safra, Citibank e JP Morgan, também com relevantes participações no período.

Elaboramos a tabela abaixo sistematizando as principais instituições financeiras *dealers* no período, o número de avaliações positivas recebidas pelos *dealers* - considerando as recebidas pelo Bacen acerca do desempenho no Demab, e pelo TN, acerca do desempenho na Codip -, os grupos econômicos e/ou financeiros nos quais os *dealers* se vinculavam e o número de empresas vinculadas aos grupos nos quais os principais *dealers* também se vinculavam.

Tabela 32 - Grupos, *dealers*, número de empresas vinculadas (2015 a 31/08/2016)

<i>Dealers</i>	Avaliações positivas <i>Dealers</i>	Grupo econômico e/ou financeiro	Número de Empresas*
Banco Itaú Unibanco S.A.	7	Itaúsa	88
Banco BTG Pactual S.A.	7	Pactual	230
Banco Santander (Brasil) S.A.	7	Santander	58
Caixa Econômica Federal	7	Caixa	41
Banco Bradesco S.A.; HSBC Bank Brasil S.A.	7	Bradesco	157
Banco do Brasil S.A.	6	BB	60
Banco Safra S.A.	6	Safra	18
Goldman Sachs do Brasil S.A.	5	Sachs	**
Banco Citibank S.A.	4	Citi	14
Banco JP Morgan S.A.	4	JP Morgan	18
Total de Empresas			684

Fonte: Anuários 2015 e 2016 do Valor Grandes Grupos, CVM e Bacen. Elaboração própria.

* Número obtido com base na metodologia adotada e no material consultado.

** Sem informações nos materiais consultados.

Dado o número de empresas de cada grupo econômico e/ou financeiro, delimitamos a rede a ser investigada incluindo apenas as empresas que, além de se vincularem aos grupos econômicos e/ou financeiros nos quais os *dealers* também se vinculavam, receberam algum tipo de aporte do BNDES no período referente ao segundo governo Dilma. Como mencionado, os vínculos decorrentes das ligações entre empresas de um grupo com empresas de outros grupos não incluídos na rede não foram considerados. Empresas vinculadas a diversos grupos presentes na rede foram contabilizadas como vinculadas ao grupo com maior participação no capital da empresa. Assim, a tabela abaixo demonstra o número total de empresas que compuseram nossa rede para o período.

Tabela 33 - *Dealers* e empresas na rede de financiamentos do BNDES (2015 a 31/08/2016)

<i>Dealers</i>	Grupo econômico e/ou financeiro	Número de Empresas
Banco Itaú Unibanco S.A.	Itaúsa	5
Banco BTG Pactual S.A.	Pactual	4
Banco Santander (Brasil) S.A.	Santander	7
Caixa Econômica Federal	Caixa	1
Banco Bradesco S.A.; HSBC Bank Brasil S.A.	Bradesco	5
Banco do Brasil S.A.	BB	4
Banco Safra S.A.	Safra	1
Goldman Sachs do Brasil S.A.	Sachs	*
Banco Citibank S.A.	Citi	1
Banco JP Morgan S.A.	JP Morgan	1
Total de Empresas		29

Fonte: Anuários 2015 e 2016 do Valor Grandes Grupos e CVM. Elaboração própria.

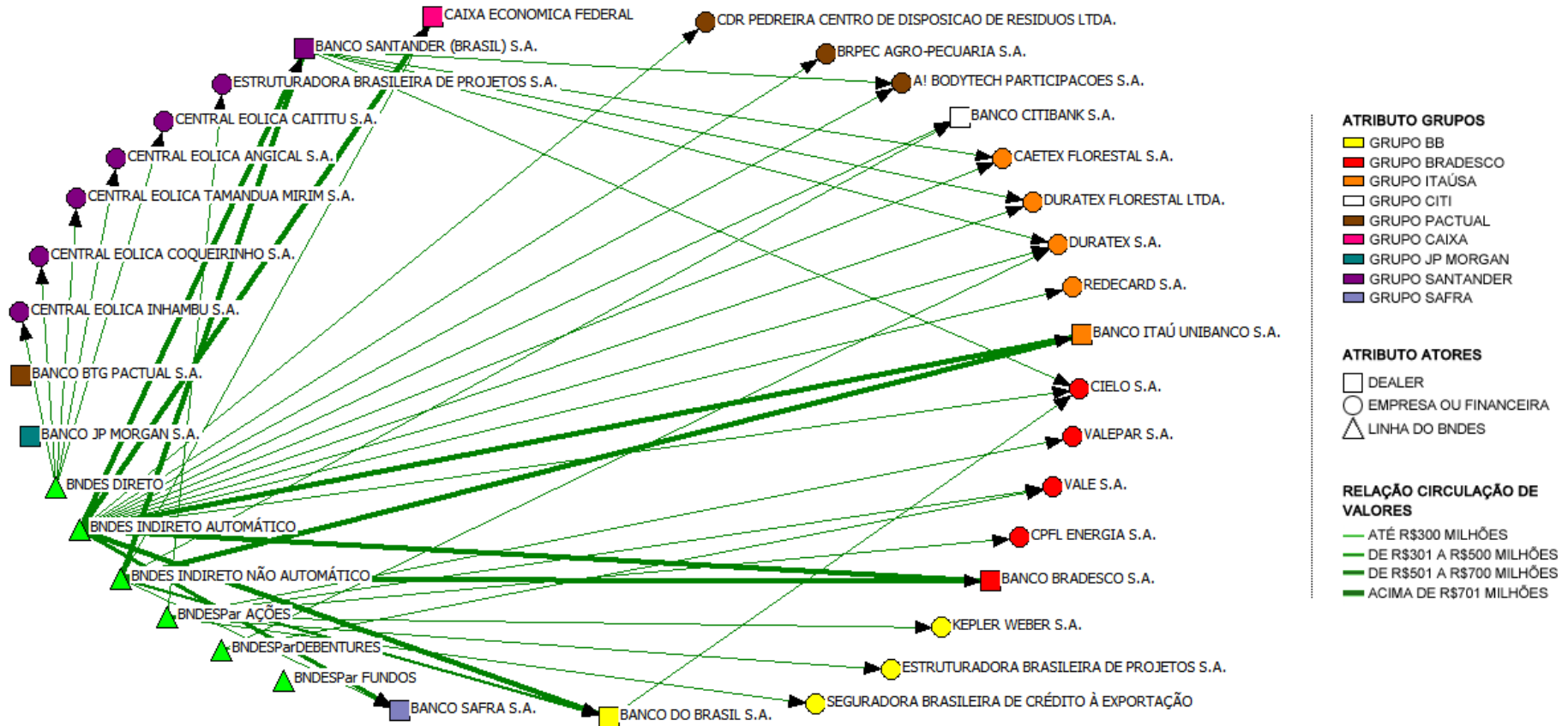
* Sem informações nos materiais consultados para o período em análise.

De acordo com os materiais consultados, das 230 empresas vinculadas ao Grupo BTG Pactual, apenas quatro receberam algum tipo de aporte do BNDES no período referente ao segundo governo Dilma. Das 157 empresas do Grupo Bradesco, cinco receberam aportes do BNDES, das 88 vinculadas ao Grupo Itaúsa, cinco receberam algum tipo de aporte, das 60 do Grupo BB, quatro receberam aportes do BNDES e das 58 empresas do Grupo Santander, sete receberam algum tipo de aporte do BNDES.

No processo de delimitação da rede de financiamentos do BNDES no período foram identificadas 29 empresas vinculadas aos mesmos grupos nos quais os principais *dealers* se vinculavam, representando uma queda de 18 atores em relação ao governo anterior, queda de quatro atores em relação ao segundo governo Lula e de nove atores em relação ao primeiro governo Lula. Tratou-se da menor rede delimitada, conforme comentaremos adiante.

A partir da identificação dos atores pertencentes à rede, elaboramos o sociograma abaixo visando demonstrar o direcionamento dos desembolsos do BNDES. O formato escolhido para a representação do sociograma, bem como as cores selecionadas para caracterizar os grupos, as formas utilizadas para a representação dos atores, as linhas indicativas e suas espessuras seguem as orientações realizadas e apontadas na legenda.

Sociograma 4 - Dealers e grupos na rede de financiamentos do BNDES (2015-31/08/2016)



Fonte: Elaboração própria. Obs.: A Empresa Estruturadora Brasileira de Projetos S.A. S.A. consta nos Grupos BB e Santander, pois ambos possuíam 11,11% das ações da empresa no período.

De modo geral, o sociograma apresenta baixa densidade, verificada pela quantidade de atores e linhas verdes que os ligam, indicando menor interação na distribuição dos fluxos financeiros e um menor número de atores em relação aos governos anteriores. O BNDES Direto direcionou seus desembolsos apenas às empresas vinculadas ao Grupo Santander. Já o BNDES Indireto automático e não automático direcionou recursos aos principais *dealers* do período, também agentes financeiros intermediários, com exceção do Banco JP Morgan e BTG Pactual, e às empresas financeiras e não financeiras dos grupos.

Para analisarmos o papel dos atores que compuseram a rede de financiamentos do BNDES no segundo governo Dilma, verificamos a centralidade das instituições financeiras *dealers* por meio do *degree* (*indegree* e *outdegree*), conforme a tabela abaixo.

Tabela 34 - *Degree - Dealers* na rede de financiamentos do BNDES (2015 a 31/08/2016)

<i>Dealers</i>	<i>Indegree</i> (Entrada de empréstimos)	<i>Outdegree</i> (Intermediação de empréstimos dentro da rede)
Banco Itaú Unibanco S.A.	18	0
Banco Santander (Brasil) S.A.	18	5
Banco Bradesco S.A.; HSBC Bank Brasil S.A. *	18	0
Banco do Brasil S.A.	13	1
Caixa Econômica Federal	10	0
Banco Safra S.A.	7	0
Banco Citibank S.A.	2	0
Banco BTG Pactual S.A.	0	0
Banco JP Morgan S.A.	0	0

Fonte: Elaboração própria, com auxílio do Ucinet 6.

* O HSBC Bank Brasil S.A. foi comprado pelo Banco Bradesco S.A. em agosto de 2015, absorvendo todas as operações do HSBC somente em agosto de 2016.

As instituições financeiras *dealers* com maior *indegree* na rede elaborada, ou seja, com maior quantidade de conexões e com maior entrada de fluxo financeiro em termos absolutos, foram os bancos Itaú Unibanco, Santander (Brasil) e Bradesco. No que se refere à saída, ou seja, ao *outdegree*, em primeiro lugar temos o Banco Santander (Brasil) e, em menor medida, o Banco do Brasil.

Analisando o destino dos recursos do BNDES captados pelas principais instituições financeiras, verificamos, conforme a tabela abaixo, que nenhuma instituição financeira intermediou recursos para empresas vinculadas aos grupos nos quais também se vinculavam no período. No entanto, observamos que houve a intermediação dos desembolsos do BNDES às empresas vinculadas aos outros grupos inseridos na rede. O destaque foi para o Banco Santander (Brasil) que intermediou os recursos para cinco empresas não vinculadas ao seu

grupo de origem, sendo uma do Grupo Bradesco, três do Grupo Itaúsa e uma do Grupo BTG Pactual. O Banco do Brasil intermediou recursos para apenas uma empresa não vinculada ao seu grupo, a Cielo S.A. Ainda que o Banco do Brasil possuísse participação acionária na Cielo S.A., o Grupo Bradesco detinha maior quantidades das ações.

Tabela 35 - *Dealers*, intermediação e rede de financiamentos do BNDES (2015 a 1/08/2016)

<i>Dealers</i>	Número de empresas que a instituição financeira <i>dealer</i> intermediou os aportes do BNDES, considerando:	
	Empresas vinculadas ao mesmo grupo econômico e/ou financeiro	Empresas NÃO vinculadas ao mesmo grupo econômico e/ou financeiro
Banco Itaú Unibanco S.A.	0	0
Banco Santander (Brasil) S.A.	0	5
Banco Bradesco S.A.; HSBC	0	0
Bank Brasil S.A.	0	0
Banco do Brasil S.A.	0	1
Caixa Econômica Federal	0	0
Banco Safra S.A.	0	0
Banco BTG Pactual S.A.	0	0
Banco Citibank S.A.	0	0
Banco JP Morgan S.A.	0	0

Fonte: Anuários 2015 e 2016 do Valor Grandes Grupos e CVM. Elaboração própria.

Analisando os organogramas das empresas sistematizados pela Revista Valor Econômico, nos Anuários Valor Grandes Grupos de 2015 e 2016, identificamos que o Grupo BB possuía 28,65% das ações da Cielo S.A., pela Ativos Securitizadora de Créditos Financeiros S.A., controlada, com 51% das ações, pela Bamb Brazilian American Merchant Bank (Ilhas Cayman), 100% controlada pelo Banco do Brasil. A Cielo S.A. também tinha 28,65% de suas ações detidas pela Columbus Holdings S.A., 100% controlada pelo Banco Bradesco, e 1,41% pela Tempo Serviços S.A., também 100% controlada pelo Banco Bradesco e, ainda, a Caixa Participações S.A., 100% controlada pela Caixa Econômica Federal, detinha 1,14% das ações. O mesmo ocorreu com a Estruturadora Brasileira de Projetos S.A., sendo que o BB Banco de Investimentos S.A., 100% controlado pelo Banco do Brasil, detinha 11,11% das ações, e o Banco Santander (Brasil) detinha 11,11% das ações da empresa.

Durante a organização dos dados, observamos que o Banco Santander (Brasil) direcionou os desembolsos do BNDES para a Cielo S.A., empresa vinculada aos grupos BB, Bradesco e Caixa. Já no caso da Estruturadora Brasileira de Projetos S.A., vinculada aos grupos BB e Santander, identificamos a participação acionária do BNDESPar de 19,61% do capital total da empresa, 11,11% das Ações Ordinárias Nominativa, com direito a voto em assembleia, e 44,44% das Ações Preferenciais Nominativas, com preferência no recebimento de dividendos.

Compreendendo o *betweenness* como a medida de centralidade utilizada para o cálculo de intermediação, indicando a capacidade que um ator possui em conectar diferentes pares de atores na rede, intermediando os empréstimos do BNDES, disponibilizamos a tabela abaixo.

Tabela 36 - *Betweenness* - *Dealers* na rede de financiamentos do BNDES (2015 a 31/08/2016)

<i>Dealers</i>	<i>Betweenness</i>
Banco Santander (Brasil) S.A.	4.500
Banco do Brasil S.A.	0.500
Banco Safra S.A.	0.000
Caixa Econômica Federal	0.000
Banco Bradesco S.A.; HSBC Bank Brasil S.A.	0.000
Banco Itaú Unibanco S.A.	0.000
Banco BTG Pactual S.A.	0.000
Banco Citibank S.A.	0.000
Banco JP Morgan S.A.	0.000

Fonte: Elaboração própria, com auxílio do Ucinet 6.

Como atores mais influentes da rede encontramos o Banco do Santander (Brasil), intermediando os desembolsos do BNDES Indireto às empresas, especialmente às vinculadas ao Grupo Itausa e, com menor expressão, o Banco do Brasil. Neste aspecto, verificamos que o Banco do Brasil diminuiu consideravelmente a sua centralidade na rede de financiamentos do BNDES, intermediando grande parte dos recursos captados fora da rede, e a posição passou a ser ocupada novamente por um banco privado. A Caixa Econômica Federal, ainda que com uma tímida captação de recursos do BNDES, observado no *indegree*, continuou a intermediar os empréstimos às empresas inseridas fora da rede delimitada. Neste período, a diminuição da intervenção do governo na economia ocorreu, entre outros, com a diminuição dos fomentos do BNDES e com o aumento da taxa básica de juros pelo Copom que, a fim de controlar a inflação, encareceu os empréstimos e diminuiu a competitividade, antes verificada, dos bancos públicos.

No que se refere à representatividade dos valores articulados dentro da rede de financiamentos do BNDES delimitada, a tabela a seguir indica os valores intermediados do BNDES Indireto automático e não automático, o número de empresas fomentadas e a média dos desembolsos por empresa, considerando as contidas dentro e fora da rede estudada.

Tabela 37 - BNDES Indireto - Média das Intermediações (Governo Dilma 2) - Em R\$

Instituição Financeira	Valores intermediados do BNDES Indireto		Número de empresas fomentadas		Média dos desembolsos por empresa	
	Fora da Rede	Dentro da Rede	Fora da Rede	Dentro da Rede	Fora da Rede	Dentro da Rede
Banco do Brasil	1.703.122.416,25	13.384.396,00	2516	1	676.916,69	13.384.396,00
Banco Santander	4.609.992.496,55	139.916.276,00	1640	5	2.810.971,03	27.983.255,20

Fonte: Contratações Indiretas Automáticas e Não Automáticas, Central de Downloads do BNDES. Elaboração própria. * Incluindo o banco em questão, por ter retido para si parte dos valores do BNDES Indireto.

Os dados apresentados no capítulo anterior revelaram que as instituições financeiras identificadas durante o segundo governo Dilma intermediaram 48% do BNDES Indireto automático, sendo: o Banco Itaú Unibanco responsável por 13,8%; o Banco Bradesco responsável por 13,4%; o Banco Santander, por 10,9%; o Banco do Brasil, por 4,1%; a Caixa Econômica Federal, por 3,8%; e os bancos Safra e Citibank, por menos de 2% cada. No BNDES Indireto não automático, as instituições identificadas movimentaram 95% dos desembolsos, sendo: o Banco Bradesco responsável por 34,35%; o Banco Itaú Unibanco responsável por 25,66%; o Banco Santander, por 21,45%; o Banco do Brasil, por 7,09%; o Banco Safra, por 3,41%, e os bancos Citibank e Caixa Econômica Federal, por menos de 2% cada. Considerando apenas as instituições financeiras que articularam os desembolsos do BNDES Indireto na rede, a média dos valores intermediados pelo Banco do Brasil às empresas dentro da rede foi de aproximadamente R\$ 13 milhões, cerca de 20 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. No caso do Banco Santander, a média dos valores intermediados às empresas dentro da rede foi de aproximadamente R\$ 28 milhões, quase 10 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. Assim, além de assumirem a posição de centralidade, os bancos do Brasil e Santander agiram como agentes centralizadores, isto é, destinaram maior média dos recursos do BNDES Indireto às empresas na rede delimitada.

Numa tentativa de sistematização dos principais pontos observados no segundo governo Dilma, ressaltamos: 1) a manutenção da concentração das atividades relacionadas ao crédito direcionado, via BNDES, em um pequeno grupo, ainda que a rede delimitada tenha apresentado menor número de atores em relação aos governos anteriores; 2) a continuidade da realização de financiamentos cruzados, ainda que estes tenham diminuído em relação aos governos anteriores; 3) ausência de intermediação dos recursos do BNDES às empresas do mesmo grupo da instituição captadora; 4) a retomada da centralidade na rede delimitada por um

banco privado, sendo o Banco Santander (Brasil) e 5) O rompimento do papel do Banco do Brasil na distribuição destes recursos aos atores inseridos na rede delimitada.

4.3.5. Governo Temer (01/09/2016 a 2018)

No período referente ao governo Temer, as principais instituições financeiras *dealers* do mercado de títulos públicos brasileiros, considerando as atuantes no Demab, do Bacen, e na Codip, do TN, foram os bancos Itaú Unibanco, BTG Pactual, Santander (Brasil), Bradesco, do Brasil, Caixa Econômica Federal, Safra e Votorantim.

Abaixo disponibilizamos uma tabela contendo as principais instituições financeiras *dealers* do período, o número de avaliações positivas recebidas - considerando as recebidas pelo Bacen acerca do desempenho no Demab, e pelo TN, acerca do desempenho na Codip -, o grupo econômico e/ou financeiro ao qual se vinculavam, e o número de empresas vinculadas aos mesmos grupos, de acordo com os materiais consultados.

Tabela 38 - Grupos, *dealers*, número de empresas vinculadas (01/09/2016 a 2018)

<i>Dealers</i>	Avaliações positivas	Grupo econômico e/ou financeiro	Número de Empresas*
Banco Itaú Unibanco S.A.	8	Itaúsa	89
Banco BTG Pactual S.A.	8	BTG Pactual	91
Banco Santander (Brasil) S.A.	8	Santander	54
Banco Bradesco S.A.	8	Bradesco	130
Banco do Brasil S.A.	8	BB	68
Caixa Econômica Federal	7	Caixa	52
Banco Safra S.A.	5	Safra	16
Banco Votorantim S.A.	5	Votorantim	146
Total de Empresas			646

Fonte: Anuários 2016, 2018 e 2019 do Valor Grandes Grupos, CVM e Bacen. Elaboração própria.

* Número obtido com base na metodologia adotada e no material consultado.

Para a delimitação da rede consideramos os grupos econômicos e/ou financeiros aos quais as principais instituições financeiras *dealers*, também agentes financeiros intermediários do BNDES, se vinculavam ao final do governo Temer, incluindo apenas as empresas vinculadas a estes grupos que receberam os aportes do BNDES. Os vínculos decorrentes das ligações entre empresas de um grupo com empresas de grupos não incluídos na rede não foram considerados. Já empresas vinculadas a dois ou mais grupos presentes na rede foram contabilizadas no grupo com maior participação no capital da empresa.

Tabela 39 - *Dealers* e empresas na rede de financiamentos do BNDES (01/09/2016 a 2018)

<i>Dealers</i>	Grupo econômico e/ou financeiro	Número de Empresas
Banco Itaú Unibanco S.A.	Itaúsa	6
Banco BTG Pactual S.A.	BTG Pactual	1
Banco Santander (Brasil) S.A.	Santander	3
Banco Bradesco S.A.	Bradesco	4
Banco do Brasil S.A.	BB	4
Caixa Econômica Federal	Caixa	1
Banco Safra S.A.	Safra	1
Banco Votorantim S.A.	Votorantim	25
Total de Empresas		45

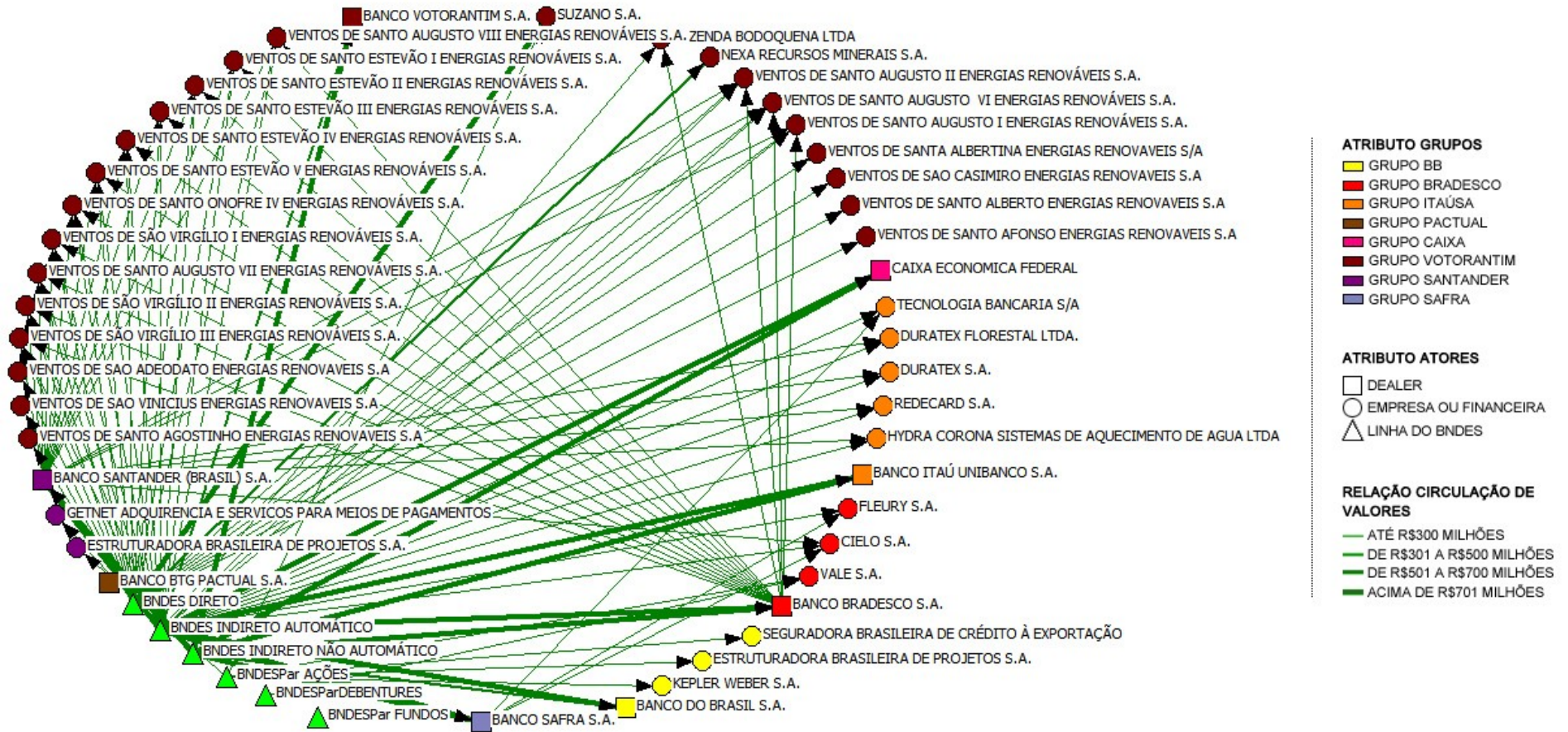
Fonte: Anuários 2016, 2018 e 2019 do Valor Grandes Grupos e CVM. Elaboração própria.

Das 146 empresas vinculadas ao Grupo Votorantim, 25 receberam algum tipo de aporte do BNDES no período referente ao governo Temer. Das 130 empresas mapeadas no Grupo Bradesco, quatro receberam aportes do BNDES, das 91 empresas do Grupo BTG Pactual, apenas uma recebeu aporte do BNDES, das 89 empresas do Grupo Itaúsa, seis receberam aportes, das 54 empresas do Grupo Santander, três receberam aportes, das 52 empresas do Grupo Caixa, apenas uma recebeu aporte e das 16 empresas mapeadas no Grupo Safra, apenas uma recebeu algum tipo de aporte do BNDES.

Durante a delimitação da rede foram identificadas 45 empresas. Trata-se da segunda maior rede, atrás somente do primeiro governo Dilma, com 47. No primeiro governo Lula identificamos 38 empresas, no segundo governo Lula, 33 e, no segundo governo Dilma, 29. Se consideramos o segundo governo Dilma e o governo Temer como um único período, houve o aumento de atores na rede de financiamentos do BNDES no período de 2015 a 2018, totalizando 56 empresas, excluindo do cálculo as repetições. Assim, podemos compreender que, além do aumento da concentração da atividade relacionada ao crédito direcionado, envolvendo o BNDES, nas mesmas instituições financeiras, corroborando com as considerações do capítulo anterior, a cada governo analisado houve também o aumento do recebimento direto e indireto dos desembolsos do Banco pelas empresas vinculadas aos grupos econômicos e/ou financeiros presentes nas redes, especialmente via financiamentos cruzados.

A partir da identificação dos atores pertencentes à rede, elaboramos o sociograma abaixo visando demonstrar o direcionamento dos desembolsos do BNDES. O formato escolhido para a representação do sociograma, bem como as cores selecionadas para caracterizar os grupos, as formas utilizadas para a representação dos atores, as linhas indicativas e suas espessuras seguem as orientações realizadas e apontadas na legenda.

Sociograma 5 - Dealers e grupos na rede de financiamentos do BNDES (01/09/2016-2018)



Fonte: Elaboração própria. Obs.: A empresa Estruturadora Brasileira de Projeto consta nos grupos BB e Santander, pois estes detinham 11,11% cada do capital da empresa.

É possível visualizar uma maior densidade na rede em relação aos governos anteriores, a partir da observação da presença de um maior número de atores e de um maior número de linhas conectoras. Houve grande entrada de capital financeiro de empréstimo nas instituições *dealers* proveniente do BNDES Indireto automático e não automático. Já os recursos da modalidade BNDES Direto foram direcionados às empresas de modo geral, com destaque para as empresas vinculadas ao Grupo Votorantim, como verificado também nos governos Lula.

Para analisarmos o papel dos atores que compuseram a rede de financiamentos do BNDES no governo Temer, verificamos a centralidade das instituições financeiras *dealers* por meio do *degree* (*indegree* e *outdegree*), conforme a tabela a seguir.

Tabela 40 - *Degree* - *Dealers* na rede de financiamentos do BNDES (01/09/2016 a 2018)

<i>Dealers</i>	<i>Indegree</i> (Entrada de empréstimos)	<i>Outdegree</i> (Intermediação de empréstimos dentro da rede)
Banco Santander (Brasil) S.A.	18	19
Banco Bradesco S.A.	18	15
Caixa Econômica Federal	18	0
Banco Safra S.A.	16	3
Banco Itaú Unibanco S.A.	16	0
Banco do Brasil S.A.	13	0
Banco Votorantim S.A.	13	0
Banco BTG Pactual S.A.	0	0

Fonte: Elaboração própria, com auxílio do Ucinet 6.

As instituições financeiras *dealers* com maior *indegree*, ou seja, com maior entrada de fluxo financeiro de empréstimo e de conexões, foram os bancos Santander (Brasil), Bradesco e Caixa Econômica Federal. Destacaram-se também os bancos Safra e Itaú Unibanco. Já ao que se refere à saída, ou seja, ao *outdegree*, temos os bancos Santander (Brasil) e Bradesco. A Caixa Econômica Federal, ainda que tenha se destacado por captar recursos do BNDES, fez a intermediação dos empréstimos às empresas situadas fora da rede delimitada, assim como o Banco do Brasil. Os principais responsáveis por manter os recursos do BNDES dentro da rede foram o Banco Santander (Brasil), o Banco Bradesco e, em menor medida, o Banco Safra. Tais instituições contribuíram com o aumento do fluxo de capital na rede delimitada, ampliando o número de conexões e valores intermediados por meio do financiamento cruzado.

Analisando o destino dos recursos do BNDES captados pelas instituições financeiras estudadas, verificamos, conforme a tabela abaixo, que nenhuma instituição analisada intermediou aportes do BNDES para empresas vinculadas aos seus grupos. No entanto, observamos que houve a intermediação dos desembolsos do BNDES às empresas vinculadas

aos outros grupos inseridos na rede. O destaque foi para o Banco Santander (Brasil) que intermediou os recursos para 19 empresas não vinculadas ao seu grupo de origem, sendo uma do Grupo Bradesco, quatro do Grupo Itaúsa e 14 do Grupo Votorantim. Já o Banco Bradesco intermediou para 15 empresas não vinculadas ao grupo no qual se vinculava, sendo todas do Grupo Votorantim. O Banco Safra intermediou para três empresas não vinculadas ao seu grupo, sendo duas do Grupo Bradesco e uma do Grupo Itaúsa.

Tabela 41 - *Dealers*, intermediação e rede de financiamentos do BNDES (01/09/2016 a 2018)

<i>Dealers</i>	Número de empresas que a instituição financeira <i>dealer</i> intermediou os aportes do BNDES, considerando:	
	Empresas vinculadas ao mesmo grupo econômico e/ou financeiro	Empresas NÃO vinculadas ao mesmo grupo econômico e/ou financeiro
Banco Santander (Brasil) S.A.	0	19
Banco Bradesco S.A.	0	15
Caixa Econômica Federal	0	0
Banco Itaú Unibanco S.A.	0	0
Banco Safra S.A.	0	3
Banco do Brasil S.A.	0	0
Banco Votorantim S.A.	0	0
Banco BTG Pactual S.A.	0	0

Fonte: Anuários 2017 e 2018 do Valor Grandes Grupos e CVM. Elaboração própria.

Analisando os organogramas sistematizados pela Revista Valor Econômico, nos Anuários Valor Grandes Grupos de 2017 e 2018, identificamos que o Grupo BB possuía 28,67% das ações da Cielo S.A., pelo BB Banco de Investimentos S.A., 100% controlado pelo Banco do Brasil. A Cielo S.A. também tinha 28,65% de suas ações detidas pela Columbus Holdings S.A. e 1,41% pela Tempo Serviços S.A., ambas 100% controladas pelo Banco Bradesco. O mesmo ocorreu com a Estruturadora Brasileira de Projetos S.A., sendo que o BB Banco de Investimento S.A., 100% controlado pelo Banco do Brasil, detinha 11,11% das ações, e o Banco Santander (Brasil) detinha 11,11% das ações da empresa. Já com relação à Tecnologia Bancária S.A., 8,01% das ações eram detidas pelo BB Banco de Investimentos S.A., 100% controlado pelo Banco do Brasil, e 4,51% pelo Banco do Brasil, 2,78% pelo Banco Alvorada S.A., 100% controlado pelo Banco Bradesco, 28,95% pela Itaú BBA Participações S.A., 10% pela Caixa Participações S.A., 100% controlada pela Caixa Econômica Federal, e 19,81% pela Santander Corretora de Seguros, Investimentos e Serviços S.A., 100% controlada pelo Banco Santander (Brasil).

Durante a organização dos dados, observamos que os bancos Banco Santander (Brasil) e Safra, direcionaram recursos do BNDES para a Cielo S.A., empresa vinculada aos grupos BB

e Bradesco no período. Já no caso da Tecnologia Bancária S.A., vinculada aos grupos BB, Bradesco, Itaúsa, Caixa e Santander no período, identificamos o direcionamento de recursos do BNDES pelo Banco Safra. No caso da Estruturadora Brasileira de Projetos S.A., vinculada aos grupos BB, Bradesco e Santander, identificamos a permanência da participação acionária minoritária do BNDESPar, sendo 19,61% do capital total da empresa, 11,11% das Ações Ordinárias Nominativa, com direito a voto em assembleia, e 44,44% das Ações Preferenciais Nominativas, com preferência no recebimento de dividendos.

Compreendendo o *betweenness* como a medida de centralidade utilizada para o cálculo de intermediação, indicando a capacidade que um ator possui em conectar diferentes pares de atores na rede, intermediando os empréstimos do BNDES, elaboramos a tabela abaixo.

Tabela 42 - *Betweenness* - *Dealers* na rede de financiamentos do BNDES (01/09/2016 a 2018)

<i>Dealers</i>	<i>Betweenness</i>
Banco Santander (Brasil) S.A.	11.500
Banco Bradesco S.A.	8.000
Banco Safra S.A.	2.500
Caixa Econômica Federal	0.000
Banco do Brasil S.A.	0.000
Banco Itaú Unibanco S.A.	0.000
Banco Votorantim S.A.	0.000
Banco BTG Pactual S.A.	0.000

Fonte: Elaboração própria, com auxílio do Ucinet 6.

Nesta métrica, o Banco do Santander (Brasil) se destacou, intermediando recursos do BNDES especialmente às empresas vinculadas ao Grupo Itaúsa e ao Grupo Votorantim. O Banco Bradesco apareceu na sequência, intermediando recursos, num grande número de vezes, às empresas vinculadas ao Grupo Votorantim. Houve perda da centralidade do Banco do Brasil e a continuidade da baixa centralidade da Caixa Econômica Federal.

No que se refere à representatividade dos valores articulados dentro da rede de financiamentos do BNDES delimitada, a tabela abaixo indica os valores intermediados do BNDES Indireto automático e não automático, o número de empresas fomentadas e a média dos desembolsos por empresa, considerando as contidas dentro e fora da rede estudada.

Tabela 43 - BNDES Indireto - Média das Intermediações (Governo Temer) - Em R\$

Instituição Financeira	Valores intermediados do BNDES Indireto		Número de empresas fomentadas		Média dos desembolsos por empresa	
	Fora da Rede	Dentro da Rede	Fora da Rede	Dentro da Rede	Fora da Rede	Dentro da Rede
Banco Bradesco	6.921.908.536,58	286.956.417,01	11976	15	577.981,67	19.130.427,80
Banco Santander	5.818.865.616,65	381.446.347,01	3207	19	1.814.426,44	20.076.123,52
Banco Safra	3.267.111.811,39	122.587.362,00	454	3	7.196.281,52	40.862.454,00

Fonte: Contratações Indiretas Automáticas e Não Automáticas, Central de Downloads do BNDES. Elaboração própria. * Incluindo o banco em questão, por ter retido para si parte dos valores do BNDES Indireto.

Tendo como base os dados apresentados no capítulo anterior, as instituições financeiras identificadas na pesquisa articularam 58% do BNDES indireto automático no período, sendo: o Banco Itaú Unibanco responsável por 16,19%; o Banco Bradesco responsável por 13,90%; o Banco Santander, por 11,78%; o Banco Safra, por 5,96%; o Banco do Brasil, por 5,57%; a Caixa Econômica Federal, por 3,70%; e o Banco Votorantim, por 0,79%. No BNDES Indireto não automático, as instituições identificadas movimentaram 88% dos desembolsos no período, sendo: a Caixa Econômica Federal responsável por 20,24%; o Banco Bradesco, por 17,32%; o Banco Santander, por 16,39%; o Banco Safra, por 12,98%; o Banco Itaú Unibanco, por 11,50%; o Banco do Brasil, por 5,69%; e o Banco Votorantim, por 3,88%. Considerando apenas as instituições financeiras que articularam os desembolsos do BNDES Indireto na rede, a média dos valores intermediados pelo Banco Bradesco às empresas dentro da rede foi de aproximadamente R\$ 19 milhões, cerca de 30 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. No caso do Banco Santander, a média dos valores intermediados às empresas dentro da rede foi de aproximadamente R\$ 20 milhões, cerca de 10 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. A média dos valores intermediados pelo Banco Safra às empresas dentro da rede foi de aproximadamente R\$ 41 milhões, quase 5 vezes a média dos valores intermediados às empresas fora da rede. Assim, além de assumirem posição de centralidade, os bancos Bradesco, Santander e Safra agiram como agentes centralizadores, isto é, destinaram maior média dos recursos do BNDES Indireto às empresas no interior da rede.

Ainda que o governo Temer tenha contribuído com a diminuição da capacidade de empréstimos do BNDES, em especial pelo pagamento antecipado ao TN, conforme tratado nos capítulos anteriores, a rede de financiamentos do BNDES apresentou grande número de atores e de conexões provenientes dos processos de intermediação financeira, quando comparado às redes elaboradas para os governos anteriores. Tal fato indica que, independentemente da

diminuição dos desembolsos, houve grande concentração dos recursos do BDNES na rede delimitada. Cabe ressaltar que das 45 empresas incluídas na rede, 25 delas se vinculavam ao Grupo Votorantim e que os grupos Bradesco e Santander intermediaram grande parte dos recursos captados às empresas deste grupo, sendo este o maior beneficiário da rede.

Esse movimento indica o aumento do processo de concentração da atividade do mercado de crédito direcionado, envolvendo o BDNES, neste pequeno rol de grupos econômicos e/ou financeiros, e no mercado de crédito livre, em função do encolhimento da capacidade de financiamento do BDNES e da substituição da TJLP pela TLP, conforme mencionado no capítulo anterior. Já a diminuição da centralidade do Banco do Brasil pode indicar que houve redução da articulação dos bancos públicos no mercado de crédito direcionado, via BDNES, em especial pela redução do volume articulado pelo Banco do Brasil e pela Caixa Econômica Federal, como demonstrado no capítulo anterior, diferentemente do segundo governo Lula e do primeiro governo Dilma.

Fato de importante menção se refere ao direcionamento dos desembolsos do BDNES Direto às empresas vinculadas ao Grupo Votorantim. Além disso, os recursos do BDNES Indireto intermediados pelos agentes financeiros, também *dealers* do mercado de títulos públicos, tiveram como destino, em grande parte das operações, as empresas vinculadas a este grupo, como mencionado. Mesmo que este movimento tenha sido observado nos governos anteriores, no governo Temer houve um especial incentivo ao fomento de empresas voltadas à geração e à transmissão de energia renovável, em destaque de energia eólica, que, na rede elaborada, encontram-se notadamente vinculadas ao Grupo Votorantim.

De modo geral, o setor elétrico foi uma das grandes ocupações do governo Temer. Inserido no projeto de desestatização, as empresas do setor sob o controle do Governo Federal ganharam espaço nos leilões organizados para as vendas e as concessões, especialmente após à baixa nos reservatórios que levou ao aumento do preço da energia elétrica no país. De acordo com o balanço da Secretaria Especial de Comunicação da Presidência da República, em 2017, foram contratados cerca de 90 projetos de geração de energia e 42 lotes de linhas de transmissão foram leiloados, com investimentos estimados em R\$ 21 bilhões ao longo dos 30 anos de concessão. No início de 2018, Temer enviou ao Congresso Nacional o projeto de lei que dispunha sobre a privatização da Eletrobras, sociedade de economia mista e de capital aberto sob controle acionário do governo federal, de modo a abrir a sua parte no capital da empresa aos investidores, especialmente estrangeiros. Assim, observamos não somente a diminuição da capacidade de intervenção do governo no mercado de crédito, mas na economia de modo geral, com projetos de privatização do setor elétrico e demais setores onde ele detém algum controle.

Sistematizando alguns dos principais pontos verificados no governo Temer, ressaltamos: 1) o aumento da concentração das atividades relacionadas ao mercado de crédito direcionado, via BNDES, em um pequeno grupo; 2) a continuidade da realização de financiamentos cruzados entre os grupos inseridos na rede; 3) ausência de intermediação dos recursos do BNDES às empresas do mesmo grupo da instituição captadora, considerando a maior participação no capital da empresa para a localização desta num determinado grupo, e 4) a retomada da centralidade na rede pelos bancos privados, especialmente pelo Banco Santander (Brasil), em destaque também no segundo governo Dilma, e pelo Banco Bradesco.

4.4. SOLIDARIEDADE DE CLASSE NA REDE DE FINANCIAMENTO DO BNDES

Com a investigação realizada e a exposição dos sociogramas e das tabelas contendo as diferentes medidas de centralidade utilizadas a partir do escopo geral da ARS, foi possível analisar a densidade das redes, o direcionamento dos fluxos financeiros, bem como os papéis exercidos pelos atores situados na rede de financiamentos do BNDES nos diferentes governos.

Verificamos que as instituições financeiras *dealers* vinculadas a grupos econômicos e/ou financeiros, ao intermediarem os desembolsos do BNDES Indireto, direcionaram fluxos de capital às empresas financeiras e não financeiras vinculadas a seus grupos e, em grande medida, às empresas vinculadas aos outros grupos dispostos na rede. Neste processo, observamos a existência de laços de solidariedade de classe entre os diferentes *dealers* e grupos nas redes delimitadas, constituído pelo que chamamos de financiamento cruzado, ou seja, pela captação de recursos do BNDES e o seu direcionamento às empresas localizadas dentro das estratégias de atuação de outro grupo.

Importante mencionar que o reconhecimento da existência de laços de solidariedade de classe não nega a existência da competição entre os atores analisados. Os laços podem surgir em função da dinâmica da concorrência, sem que isso signifique a negação do individualismo como orientador da maximização da eficiência, por exemplo. Para Dias (2018, p. 166), ainda que os agentes sejam orientados pela concorrência, por desenvolverem práticas recorrentes, estruturadas em redes, para a realização do ciclo do capital, as relações mantidas podem gerar solidariedade, trazendo o elemento contraditório da sociedade produzida neste processo.

Concorrência, assim, pode ser definida como o modo maximizador individualista que orienta os agentes que são postos sobre uma estrutura, redes que possibilitam que dado agente seja o realizador de determinado ciclo do capital. E nesse sentido, mesmo orientados individualmente, por serem práticas recorrentes que se estruturam em redes e geram um resultado afirmativo. Por realizar o ciclo do capital, de modo recorrente,

podem ser consideradas relações geradoras de solidariedade. Mesmo que contraditória, produzindo coesão e conflito, aspecto da própria sociedade que é produzida no processo (DIAS, 2018, p. 166).

Para o autor, o nível de contradição e cooperação não seria apenas fruto da decisão dos agentes, mas efeitos das contradições inerentes das múltiplas oportunidades dispostas. Nessa compreensão, “As decisões dos agentes importam enquanto atos de execução desse capital; capital esse que não é um objeto “neutro”, pois impõe seu *modus operandi* aos agentes”. Entendendo que o *modus operandi* mencionado possui suas contradições, “é esperado que, mesmo na efetividade da realização do ciclo (que demanda certo nível de coordenação), ainda assim existam conflitos” (DIAS, 2018, p. 166). Nesta linha, Cruz (1979, p. 54) afirma que a concorrência, como o meio pelo qual manifesta-se o nexo interior que prende uns aos outros os capitalistas individuais, trata-se do processo onde a solidariedade básica é afirmada para além da consciência dos agentes, se apresentando como um processo desenvolvido no tempo.

A concorrência aparece, então, como o meio através do qual manifesta-se o nexo interior que prende uns aos outros os capitalistas individuais, como o processo mediante o qual sua solidariedade básica é afirmada para além da consciência dos agentes. No entanto, vimos também, por outro lado, que essa unidade não existe nunca como um dado, que ela se apresenta como um processo desenvolvido no tempo. Unidade tendencial que não exclui contradições reais entre as partes constitutivas do todo, oposições efetivas de interesses (CRUZ, 1979, p. 54).

Considerando que os vínculos de interdependência se manifestam no processo de concorrência (CRUZ, 1979, p. 7), os laços mencionados podem ser compreendidos como parte do processo de adaptação das empresas aos diversos contextos econômicos e políticos ao longo da história. Entretanto, não podem ser compreendidos apenas no sentido funcionalista, onde as modificações nas estruturas administrativas das empresas, a constituição de base jurídica na formação e consolidação dos grupos, e a possibilidade de diversificação das atividades em distintos setores da economia e do mercado financeiro são consideradas apenas como melhor alocação de recursos. Trata-se de compreender os laços de solidariedade de classe, que emergem no processo conflituoso e contraditório da concorrência, como forma de solidariedade burguesa, onde há o compartilhamento de interesses comuns.

Assim, a inclusão de instituições financeiras no interior dos grupos econômicos e/ou financeiros como mecanismo de investimento interno pode ser considerada como fruto da necessidade de adaptação a um contexto de instabilidades econômicas e políticas no Brasil e da necessidade de proteção patrimonial dos grupos, que passaram a capitalizar o lucro das empresas também no mercado financeiro. Além de atuar na dinâmica interna dos grupos, a

partir de recursos próprios, as instituições financeiras se tornaram um canal externo de captação de capital financeiro, como dos recursos advindos do BNDES, de fundos de investimentos e de aplicações financeiras dos clientes, entre outros, e um canal de distribuição destes recursos, via empréstimos e financiamentos às empresas vinculadas aos seus grupos. Com grande disponibilidade de capital, as instituições financeiras têm atuado também no mercado de crédito, dado a necessidade de valorização do capital financeiro por meio da sua constante circulação, e realizado empréstimos às empresas formalmente vinculadas a outros grupos.

A atuação das instituições financeiras na intermediação dos desembolsos do BNDES no mercado de crédito direcionado às empresas vinculadas formalmente a outros grupos responde não somente à necessidade da circulação do capital financeiro mencionada, mas à necessidade de financiamento pelas diferentes empresas e grupos. Em nossa compreensão, tal necessidade pode desencadear a formação de laços, afinal, se o financiamento de uma empresa vinculada a outro grupo pode gerar a mesma ação em reciprocidade, ou seja, uma ação de permuta, o capital financeiro se mantém em circulação, valorizando a si próprio com a incidência de juros e *spread* bancário, e gera um tipo de solidariedade de classe, mediante a sustentação dos financiamentos cruzados.

Na análise das redes elaboradas para os diferentes governos que compôs o período deste estudo, verificamos que não houve forte direcionamento dos desembolsos do BNDES às empresas vinculadas aos mesmos grupos nos quais as instituições financeiras intermediárias também se vinculavam, ao contrário. Observamos, conforme apontamos, que a intermediação dos recursos ocorreu, em grande parte, às empresas vinculadas a outros grupos da rede, gerando ações recíprocas no que tange aos empréstimos e financiamentos. Constatamos, desse modo, a existência de um tipo de solidariedade de classe entre os grupos econômicos e/ou financeiros para além abertura acionária e de diretorias cruzadas, como verificado na literatura existente, especialmente nos estudos de Minella (2007a, 2013a) e Dias (2018).

Na tabela abaixo sistematizamos os financiamentos realizados, considerando o número de empréstimos, sem os valores articulados, e destacamos a existência de permuta/cooperação financeira entre os diferentes agentes. Tomamos os grupos que protagonizaram intensa troca financeira na intermediação dos desembolsos do BNDES, sendo os grupos BB, Bradesco, Votorantim, Itaúsa, Santander e BTG.

Tabela 44 - Financiamento cruzado na rede de financiamento do BNDES (2003 a 2018)

Agentes financeiros intermediários do BNDES	Governos	Número de empresas dos grupos econômicos e/ou financeiros receptores das intermediações dos recursos do BNDES					
		BB	Bradesco	Votorantim	Itaúsa	Santander	BTG
Banco Itaú Unibanco S.A.	Lula 1	1	1	5	1	---	---
	Lula 2	---	---	3	---	---	---
	Dilma 1	1	---	5	---	---	3
	Dilma 2	---	---	---	---	---	---
	Temer	---	---	---	---	---	---
Banco Bradesco S.A.	Lula 1	---	---	3	1	---	---
	Lula 2	---	1	---	---	---	---
	Dilma 1	---	---	1	2	---	1
	Dilma 2	---	---	---	---	---	---
	Temer	---	---	15	---	---	---
Banco Votorantim S.A.	Lula 1	1	---	1	3	---	---
	Lula 2	---	---	---	2	---	---
	Dilma 1	---	---	---	1	---	1
	Dilma 2	---	---	---	---	---	---
	Temer	---	---	---	---	---	---
Banco do Brasil S.A.	Lula 1	---	1	---	1	---	---
	Lula 2	1	1	4	4	---	---
	Dilma 1	1	1	3	2	---	4
	Dilma 2	---	1	---	---	---	---
	Temer	---	---	---	---	---	---
Banco Santander (Brasil) S.A.	Lula 1	---	---	---	---	---	---
	Lula 2	---	1	1	1	---	---
	Dilma 1	1	1	2	3	---	1
	Dilma 2	---	1	---	3	---	1
	Temer	---	1	14	4	---	---
Banco BTG Pactual S.A.	Lula 1	---	---	---	---	---	---
	Lula 2	---	---	---	---	---	---
	Dilma 1	---	---	---	---	---	---
	Dilma 2	---	---	---	---	---	---
	Temer	---	---	---	---	---	---

Fonte: Elaboração própria.

Os retângulos na cor laranja escuro, fruto do encontro da linha vertical com a linha horizontal, demonstram os financiamentos cruzados entre os grupos, e os retângulos na cor laranja claro indicam o financiamento de uma empresa formalmente vinculada ao grupo de origem do financiamento. Analisando a tabela, destacamos a atuação do Banco Itaú Unibanco, que direcionou parte dos recursos intermediados do BNDES para uma das empresas vinculadas ao Grupo Bradesco durante o primeiro governo Lula, e que recebeu, em uma das empresas vinculadas ao seu grupo, recursos intermediados pelo Banco Bradesco no mesmo período. O Banco Votorantim, que realizou financiamentos às empresas do Grupo Itaúsa nos governos

Lula e no primeiro governo Dilma, recebeu financiamento do Banco Itaú Unibanco por empresas vinculadas ao seu grupo, também no mesmo período. O Banco do Brasil, que direcionou recursos do BNDES às empresas dos grupos Bradesco, Votorantim, Itaúsa e BTG durante os governos Lula e Dilma, recebeu recursos do BNDES intermediados pelos bancos Votorantim, Itaú Unibanco e Santander (Brasil). A partir destas observações e das considerações realizadas, verificamos a existência de financiamentos cruzados na rede de financiamentos do BNDES, indicando a existência de laços de solidariedade de classe.

Destacamos também que o Banco Santander (Brasil) não participou de financiamentos cruzados no período analisado. Apenas intermediou os recursos do BNDES às empresas dos grupos considerados na tabela, sem receber, no entanto, financiamentos intermediados por estas instituições. O Banco BTG Pactual, de modo inverso, recebeu financiamentos intermediados por todas as instituições financeiras representadas, sem intermediar recursos do BNDES às empresas dos demais grupos na rede. Isso nos leva a crer que há, para além da rede estudada, outras redes de financiamentos alimentadas por laços de solidariedade de classe, oriundos da existência e da manutenção dos financiamentos cruzados. A verificação desta hipótese, contudo, somente poderá ocorrer com a ampliação do estudo proposto.

No caso dos bancos públicos, verificamos que o Banco do Brasil intermediou os recursos do BNDES às empresas dos diferentes grupos contidos na rede no período deste estudo. A Caixa Econômica Federal, por sua vez, captou tais recursos, sem intermediá-los às empresas presentes na rede, conforme apontamos ao longo da exposição. Nesse sentido, entendemos que, enquanto a Caixa Econômica Federal, ao operar como agente financeiro intermediário do BNDES, não contribuiu para concentrar os recursos nos mesmos agentes, o Banco do Brasil fez o caminho inverso, contribuindo para concentrar os recursos do BNDES num pequeno rol de grupos econômicos e/ou financeiros. Considerando o segundo governo Lula e o primeiro governo Dilma, período em que ocorreram os impactos da crise do sistema financeiro internacional no Brasil, podemos compreender que, por meio do Banco do Brasil, houve apoio do governo a este pequeno rol, via concentração dos desembolsos do BNDES. A Caixa Econômica Federal, por sua vez, foi utilizada neste período para aquecer a economia, especialmente os segmentos em que atua, como habitacional, por exemplo.

Por fim, entendendo que os reflexos dos laços constituídos podem envolver diferentes esferas da sociedade, no capítulo a seguir ampliamos a análise das relações estabelecidas no mercado de crédito direcionado, via BNDES, incluindo a investigação da influência exercida pelos atores analisados na esfera política. Continuamos o estudo a partir dos fundamentos teóricos e metodológicos da ARS, entendendo a sua contribuição para a compreensão da

estrutura relacional existente em torno da constituição e manutenção do “bloco no poder” (BOITO, 2007, p. 58) que, por sua vez, ancora-se numa complexa configuração de relações e vínculos sociais, políticos e econômicos, entre as frações de classe e delas com o Estado.

4.5. CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO

Neste capítulo investigamos a relação entre o Estado brasileiro e as principais instituições financeiras atuantes no país por meio da circulação dos desembolsos do BNDES. Para tal, adotamos a perspectiva dos grupos econômicos e/ou financeiros, delimitando a rede a partir da identificação das empresas financeiras e não financeiras vinculadas aos grupos nos quais as instituições financeiras estudadas se vinculavam, e analisando o destino dos recursos do BNDES em seu interior. Em outras palavras, tratou-se de responder à pergunta expressa no primeiro capítulo: Entre 2003 e 2018, as principais instituições financeiras atuantes no Brasil desempenharam o papel de credores da dívida pública e de financiadores do Estado, ao mesmo tempo em que desempenharam o papel de prestatários e intermediários financeiros dos recursos do Estado, por meio de empréstimos do BNDES Direto e Indireto, e contaram com a participação acionária do BNDESPar no capital das empresas vinculadas aos seus grupos?

A partir das contribuições teóricas e metodológicas da ARS, elaboramos um sociograma para cada governo que compôs o período deste estudo, contendo as diferentes formas de apoio do BNDES, as principais instituições financeiras *dealers* de cada período e as empresas vinculadas aos grupos nos quais as instituições financeiras também se vinculavam e que receberam aportes do BNDES. Com o cálculo do *degree* e do *betweenness* analisamos o papel desempenhado por estas instituições no aumento da densidade das redes e, conseqüentemente, na centralização dos recursos do BNDES em seu interior.

Verificamos que, no segundo governo Lula e no primeiro governo Dilma, o Banco do Brasil assumiu a centralidade, recebendo maior quantidade de recursos e intermediando grande parte destes valores aos demais atores presentes nas redes. Nestes governos, a Caixa Econômica Federal, identificada com baixa centralidade, captou recursos do BNDES, sem intermediá-los às empresas localizadas nas redes. Nos demais governos, sendo o primeiro governo Lula, o segundo governo Dilma e o governo Temer, observamos que a centralidade foi assumida pelos bancos privados, em destaque pelos bancos Santander (Brasil), Itaú Unibanco e Bradesco.

Conforme exposto no terceiro capítulo, as instituições financeiras analisadas movimentaram a maior parte dos recursos do BNDES Indireto, nas modalidades automático e não automático. Isto posto, verificamos que tais instituições intermediaram grande quantidade

dos recursos no BNDES Indireto na rede, considerando a média dos desembolsos por empresa. Ainda que o BNDES possua diversas formas de apoio, no que tange ao BNDES Indireto houve a concentração dos recursos num pequeno rol de grupos econômicos e/ou financeiros. Trata-se, neste aspecto, do fomento proporcionado pelo Estado, via intermediação financeira, que recai sobre os mesmos atores que, por outra via, financiam o Estado com a compra de títulos públicos.

Com o detalhamento proposto, observamos a ocorrência de financiamentos cruzados, situação na qual uma instituição financeira captou os recursos do BNDES e os intermediou às empresas formalmente vinculadas a outros grupos presentes na rede. Como demonstrado, houve ações recíprocas, ou seja, o grupo da empresa de destino do aporte do BNDES intermediou recursos do Banco, por meio de seu agente financeiro intermediário, para empresas do grupo que fez a intermediação financeira inicial. Assim, analisamos a existência de laços de solidariedade de classe, não sustentados, necessariamente, por vínculos formais, mas pela intermediação dos desembolsos do BNDES via financiamentos cruzados.

Ainda que a concorrência entre os diferentes agentes analisados possa colocá-los em oposição, especialmente diante da disputa por determinados segmentos dos setores econômicos ou financeiros, entendemos que as relações estabelecidas no âmbito do processo de concorrência possam gerar laços de solidariedade. Não significa, no entanto, a eliminação da concorrência em si, mas da compreensão de que a contradição e a cooperação são efeitos das múltiplas oportunidades dispostas, processo no qual a solidariedade básica é afirmada como forma de solidariedade burguesa e, sobretudo, classista.

Trata-se do caso do Banco Itaú Unibanco, que direcionou parte dos recursos intermediados do BNDES para uma das empresas vinculadas ao Grupo Bradesco durante o primeiro governo Lula, recebendo, em uma das empresas vinculadas ao seu grupo, recursos intermediados pelo Banco Bradesco no mesmo período. O Banco Votorantim, que realizou financiamentos às empresas do Grupo Itaúsa nos governos Lula e no primeiro governo Dilma, recebeu financiamento do Banco Itaú Unibanco por empresas vinculadas ao seu grupo, também no mesmo período. O Banco do Brasil, que direcionou recursos do BNDES às empresas dos grupos Bradesco, Votorantim, Itaúsa e BTG durante os governos Lula e Dilma, recebeu recursos intermediados pelos bancos Votorantim, Itaú Unibanco e Santander (Brasil).

Por fim, entendendo que os reflexos dos laços constituídos podem envolver diferentes esferas da sociedade, no próximo capítulo ampliamos a análise das relações estabelecidas mercado de crédito direcionado, via BNDES, para investigar a influência exercida por estes atores na esfera política, impulsionada pelo financiamento privado de campanhas eleitorais para presidência da república e pela nomeação dos presidentes do Bacen.

5. A PROJEÇÃO DOS *DEALERS* À ESFERA POLÍTICA

Neste capítulo, avançamos no estudo proposto, incorporando novos atores à rede de financiamentos do BNDES e ampliando a análise das relações estabelecidas entre o Estado brasileiro e as instituições financeiras identificadas como *dealers* do mercado de títulos públicos e principais agentes financeiros intermediários do BNDES via circulação do capital financeiro. Para tal, refletimos sobre a disputa por hegemonia no interior da classe dominante pelas diversas frações de classe que a compõe e articulamos os conceitos fração de classe e bloco no poder, a partir dos estudos de Farias (2009), Boito (2007), Minella (1996) e Poulantzas (1977).

A fim de compreendermos a atuação da fração de classe representante do capital financeiro na disputa por hegemonia, investigamos as relações existentes entre as instituições financeiras identificadas e o financiamento privado de campanhas eleitorais, a eleição do representante do executivo federal no Brasil, as nomeações de pessoas à presidência do Bacen e a distribuição dos desembolsos do BNDES. Para tanto, utilizamos as redes de financiamento do BNDES, retomando a delimitação realizada no capítulo anterior, incluindo as empresas financeiras e não financeiras que realizaram financiamento privado das campanhas eleitorais e que possuíam vínculos formais com os grupos identificados, e as empresas financeiras e não financeiras, vinculadas aos grupos estudados, nas quais os presidentes do Bacen se conectavam.

Com os dados coletados e com os subsídios teóricos e metodológicos utilizados nesta pesquisa, expandimos nosso entendimento sobre uma forma de conversão do poder econômico em poder político, compreendendo o financiamento privado de campanhas eleitorais como um dos instrumentos utilizados para a conquista de hegemonia no bloco do poder, especialmente pela fração de classe representante do grande capital financeiro. Acreditamos que, desta maneira, contribuímos com os estudos que analisam as relações e os processos desencadeados pela disputa por hegemonia pelas frações que compõem a classe dominante.

5.1. O CAPITAL FINANCEIRO NA DISPUTA POR HEGEMONIA

Como parte dos objetivos desta pesquisa, nos colocamos a tarefa de investigar os representantes do capital financeiro no papel de agentes ativos no processo de disputa por hegemonia enquanto fração, ou frações de classe, pertencente à classe dominante. Segundo Poulantzas (1971, apud BOITO, 2007, p. 58), o conceito de bloco no poder nos auxilia na percepção da constituição da classe burguesa como uma unidade (classe social) do diverso (frações de classe), em suas relações com o Estado e com a sociedade. Como uma unidade

contraditória entre distintas classes e/ou frações de classes em suas relações com o Estado capitalista, o bloco no poder representa um campo onde se entrecruzam núcleos e redes de poder, numa complexa trama de relações que envolve um jogo institucional inscrito na estrutura do Estado capitalista e uma configuração particular das relações entre as classes dominantes.

[...] a relação entre, por um lado, um jogo institucional particular inscrito na estrutura do Estado capitalista, jogo que funciona no sentido de uma unidade especificamente política do poder de Estado, e, por outro lado, uma configuração particular das relações entre classes dominantes: essas relações, na sua relação com o Estado, funcionam no seio de uma unidade política específica recoberta pelo conceito do bloco no poder (POULANTZAS, 1977, p. 224).

A classe dominante ou o bloco no poder, mesmo representando uma unidade em si, não é homogênea quanto às perspectivas e interesses das frações de classe que a compõem. A disputa por hegemonia entre as frações de classe, nesse sentido, trata-se da disputa pela sobreposição da demanda de uma fração (ou frações) sobre as demais existentes e da capacidade de uma ou mais frações em liderar os interesses econômicos, políticos e ideológicos das demais frações de classe, conduzindo as políticas governamentais a partir de perspectivas e interesses específicos. Para Poulantzas (1977, apud PINTO; BALANCO, 2014, p. 46), “o bloco no poder encontra-se arrolado ao nível político na medida em que recobre o campo das práticas políticas de classe, refletindo o conjunto das instâncias, das mediações e dos níveis da luta de classes numa determinada conjuntura histórica de uma formação social”. Nesse entendimento, o bloco no poder acaba por assumir uma função equivalente ao conceito de forma de Estado.

Quando a hegemonia restrita, ou seja, a hegemonia circunscrita ao nível político, assume uma unidade orgânica entre as demais frações da classe dominante, considerando os interesses econômicos, políticos e ideológicos, alcançando o conjunto da sociedade e passando a ser articulada junto às classes dominadas, ela assume a forma de hegemonia ampliada (PINTO; BALANCO, 2014, p. 46). Deste modo, a hegemonia restrita ao nível político se diferencia do processo de conformação do senso comum na sociedade, onde a elaboração, a propagação e a naturalização de determinadas ideias são realizadas com auxílio dos aparelhos privados de hegemonia, conforme apontou Gramsci (COUTINHO, 1994), ou por meio dos aparelhos ideológicos de Estado, como apontou Althusser (1976). No entanto, a hegemonia em sua forma ampliada aparece como resultado da hegemonia restrita ao nível político, uma vez que as frações da classe dominante, sob hegemonia de uma ou mais frações, utilizam os aparelhos privados de hegemonia, ou os aparelhos ideológicos de Estado, para este fim.

Ainda que as diferentes frações de classe possam se articular em torno de uma pauta comum em função da conjuntura política/econômica, nacional/internacional vivenciada, para Farias (2009, p. 94), o conceito bloco no poder precisa ser compreendido para além da alta capacidade de uma fração, ou frações, em estabelecer diferentes alianças, mas da existência de uma situação comum de segmentos que pertencem às classes dos proprietários dos meios de produção, ou seja, da condição comum de partícipes privilegiados da ordem social.

O Estado, desse modo, seria responsável por representar e organizar a classe dominante, coordenando o interesse político das frações de classe do bloco no poder e assegurando a organização do interesse geral da burguesia, sob a hegemonia de uma ou mais frações. Dotado de uma autonomia relativa, segundo a compreensão de Poulantzas, o Estado, como administrador e garantidor deste equilíbrio instável, frente à diversidade de interesses, pode se posicionar contra uma fração de classe para garantir a manutenção da ordem.

Essa compreensão pode ser usada em uma possível interpretação da atuação do governo brasileiro que, entre 2008 e 2010, visando manter a economia aquecida durante o enfrentamento dos reflexos da crise do sistema financeiro internacional no país, reduziu a taxa de juros dos bancos públicos, forçando a redução da taxa de juros dos bancos privados. Assim, para a manutenção da ordem econômica, e possível ordem social, o governo pode ter se colocado, ainda que temporariamente, contra os interesses dos representantes do capital financeiro que, reduzindo os juros e os *spreads* bancários, assistiram à diminuição dos lucros sobre os empréstimos realizados no período. No entanto, é importante considerar que, diante da crise vivenciada e do aumento da oferta de crédito mencionada, o Banco do Brasil auxiliou na concentração dos desembolsos do BNDES num pequeno rol de grupos e instituições financeiras, conforme apontado anteriormente. Assim, dentro de um campo de negociação, compreendemos que pode ter ocorrido o temporário tolhimento de alguns interesses desta fração, ao mesmo tempo em que pode ter ocorrido o apoio às atividades por estas realizadas.

O Estado, nesse entendimento, é compreendido para além de um mero instrumento passivo, manipulado por uma fração ou frações de classe, mas como sujeito portador de uma autonomia relativa e como instância racionalizante da sociedade civil. Ainda que Poulantzas não explore os efeitos provocados à esta autonomia pela presença majoritária de membros da fração de classe hegemônica no aparelho do Estado, Farias (2009, p. 94) pondera que a pressão da fração hegemônica sobre o Estado se tornaria maior com o recrutamento de pessoas da cúpula estatal realizado no interior da fração de classe. A cooptação dos instrumentos de representação e de organização pela fração hegemônica, desse modo, diminuiria a relevância do Estado como instância racionalizante da sociedade civil e, logo, a sua autonomia relativa.

Para compreendermos a composição da classe dominante ou do bloco no poder, bem como a pressão exercida por uma ou mais frações sobre o Estado, é necessário detectarmos a fração, ou as frações de classe, que atua como força social distinta numa determinada conjuntura. Em outras palavras, é necessário observar quais “[...] os interesses econômicos setoriais burgueses que ensejam, diante da política de Estado, a formação de grupos diferenciados que perseguem, no processo político, objetivos próprios” (BOITO, 2007, p. 58). A identificação dos interesses priorizados pelo Estado e dos interesses mantidos em segundo plano possibilita a confirmação da fração de classe hegemônica.

Segundo o modelo poulantziano, toda sociedade capitalista mantém uma divisão entre burguesia industrial e burguesia comercial, incluindo nesta última os bancos como os comerciantes de dinheiro. A burguesia comercial, pode, por um lado, se alinhar à burguesia interna, que opõe certa resistência à penetração de capitais estrangeiros no país, como no conflito entre bancos nacionais e estrangeiros durante o período das privatizações dos bancos estatais na década de 1990, segundo Farias (2009, p. 88). A burguesia comercial, por outro lado, pode se apresentar como burguesia compradora, ou seja, uma burguesia alinhada ao financiamento das exportações e, como aponta o autor, à abertura do país ao capital estrangeiro.

De acordo com o Boito (2007, p. 67), a burguesia comercial representante do grande capital financeiro nacional e internacional se tornou a fração burguesa hegemônica no modelo neoliberal, especialmente durante os governos Lula, pois, ainda que a produção tenha sido estimulada no período, ela ocorreu dentro dos limites permitidos pelos interesses fundamentais do grande capital financeiro. O autor aponta que, se tomarmos como aspectos da política neoliberal o desmonte do direito do trabalho e social, as privatizações das empresas estatais, a abertura comercial e a desregulamentação financeira, apenas com exceção do primeiro ponto, todos os demais contrariam, em diferentes graus, os interesses das demais frações da classe dominante, ou seja, do médio capital, da burguesia de Estado e do grande capital industrial.

Ainda que os interesses dos representantes do grande capital financeiro tenham sido priorizados, como aponta Boito, compreendemos que houve espaço para o gerenciamento dos diferentes interesses das frações de classe do bloco no poder durante os governos Lula e Dilma. Ao mesmo tempo em que o Estado manteve condições favoráveis ao funcionamento do sistema financeiro nacional, em especial no que diz respeito à concentração das atividades dos mercados de crédito e de títulos públicos num pequeno grupo de instituições financeiras, o que inclui a si próprio com os bancos públicos, ele deixou projetos de maior interesse desta fração de classe, mas não necessariamente das demais frações, como a privatização do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, em modo de espera no período.

Como o nosso objetivo neste momento não se pautou em identificar as diversas frações de classe no bloco do poder, mas situar as principais instituições financeiras *dealers*, também principais agentes financeiros intermediários do BNDES, em uma subfração das frações de classe que compõem a classe dominante, analisamos o financiamento privado de campanhas eleitorais para a presidência da república em 2002, 2006, 2010 e 2014 pelo que aqui nomeamos como fração de classe representante do grande capital financeiro. No caso brasileiro, um reduzido conjunto de grandes instituições financeiras privadas com os maiores resultados líquidos registrados predominam em diversos segmentos do setor financeiro, como nos mercados de títulos públicos e de crédito, por exemplo. Compartilhando e disputando espaços de atuação com os bancos públicos, compõem, juntos a estes, o grande capital financeiro.

Considerando que a representação máxima da esfera política se situa na presidência da república, em função da concentração de poder, em especial pela prerrogativa de o presidente nomear pessoas para cargos e funções de grande relevância no governo, investigamos a pressão exercida sobre o Estado, via chefe do executivo federal, pela fração de classe representante do grande capital financeiro. De acordo com Boito (2007, p. 70), a concentração de poder no presidente da república pode ser verificada pelos instrumentos que permitem a atuação deste para além da sua esfera de representação. A concentração é defendida especialmente pelos representantes do grande capital financeiro, com a difusão de narrativas em defesa de uma política monetária essencialmente técnica e da necessidade da manutenção da Medida Provisória³⁸ como dispositivo de celeridade aos processos, comparada à dinâmica de aprovação de leis nas casas legislativas. Para o autor, narrativas defendendo a necessidade de rapidez na ação de governar, acusando o Congresso Nacional e as emendas orçamentárias de deputados federais e senadores de possuí caráter fisiológico e clientelista, legitimam a concentração do poder decisório no executivo e a marginalização política do poder legislativo no país.

Desse modo, o estudo sobre o financiamento privado de campanhas eleitorais para escolha do(a) presidente(a) da república e sobre a ocupação de importantes cargos no governo por representantes do grande capital financeiro torna-se relevante para a compreensão de um campo de disputa e manutenção da hegemonia. Foi o que observamos em uma investigação ainda exploratória. Os bancos BTG Pactual e Itaú Unibanco foram os maiores doadores das campanhas eleitorais de 2014, de modo geral, repassando vultosos recursos para cada um dos

³⁸ Segundo a Câmara dos Deputados, a Medida Provisória trata-se de um instrumento com força de lei, adotado pelo presidente da República em casos de relevância e urgência. Produz efeitos imediatos, mas depende de aprovação do Congresso Nacional para tornar-se lei ordinária. Uma Medida Provisória tem prazo de vigência de 60 dias, prorrogáveis uma vez pelo mesmo tempo. Caso seja aprovada nesse período, se converte em Lei. Caso não seja analisada e votada pelo Congresso nesse prazo, perde vigência e passa a ter efeitos retroativos.

dois principais candidatos à presidência, Aécio Neves (PSDB) e Dilma Rousseff (PT), e também ao candidato Eduardo Campos (PSB). Constatamos que o economista Ilan Goldfajn, indicado e nomeado à presidência do Bacen ao final do segundo governo Dilma por Temer, dentre as experiências na academia, em organismos internacionais e no setor financeiro, foi Economista Chefe e Sócio do Banco Itaú Unibanco. Conforme observamos nos capítulos anteriores, a instituição se destacou como um dos principais *dealers* do mercado de títulos públicos brasileiros e como um dos principais agentes financeiros intermediários do BNDES.

Assim, nesta etapa do estudo investigamos e analisamos a relação entre os *dealers*, incluindo as empresas financeiras e não financeiras vinculadas aos mesmos grupos, com o financiamento privado de campanhas presidenciais e com a indicação e nomeação de pessoas à presidência do Bacen, bem como os impactos desta relação na dinâmica de financiamentos do BNDES. Para tal, incorporamos novos atores nas redes já investigadas, a fim de compreender uma forma de projeção dos *dealers* à esfera política.

5.2. FINANCIAMENTO PRIVADO DE CAMPANHAS ELEITORAIS

Os recursos destinados ao financiamento privado de campanhas eleitorais no Brasil foram expressivos nas duas últimas décadas, como verificamos nos estudos de Junckes et al (2019), Cervi (2010) e Ferreira (2005), provocando desequilíbrios na promoção de candidatos e partidos aos pleitos dos poderes executivo e legislativo. Ainda que a reforma eleitoral ocorrida com a promulgação da Lei nº 13.165, de 29 de setembro de 2015, tenha estabelecido limites e restrições ao financiamento privado de campanhas eleitorais, não é possível afirmar que houve extinção dos desequilíbrios até então verificados. Mesmo que as doações realizadas por empresas privadas, doações ocultas e de origem não identificada tenham sido proibidas, as doações realizadas por pessoas físicas, limitadas à doação de até 10% de seus rendimentos brutos no ano anterior ou bens no limite total de R\$ 80 mil, possibilitou a continuidade do financiamento privado, especialmente por pessoas ricas e abastadas.

Assim, ainda que a adoção de políticas de transparência no financiamento privado de campanhas eleitorais anteriores ao ano de 2015 tenha auxiliado na regulação da prática e nas investigações das ilegalidades identificadas, especialmente a partir de 2002, esta não foi suficiente para tornar os pleitos eleitorais mais equilibrados quanto ao repasse de recursos financeiros às campanhas. No período em análise, as novas regras para o financiamento privado de campanhas eleitorais não se encontravam em vigor. Por este motivo, acreditamos ter ocorrido a intensificação das desigualdades na promoção dos candidatos e partidos, e

entendemos ser possível que os recursos destinados aos pleitos presidenciais de 2002, 2006, 2010 e 2014 tenham influenciado nos resultados e, conseqüentemente, nas indicações de pessoas para importantes cargos nos governos.

Przeworski (2010, p. 93), estudando os limites da democracia na promoção da igualdade e da liberdade, do controle dos governos pelos cidadãos e da participação efetiva nos processos decisórios democrático, destaca algumas situações em que os impactos negativos do financiamento privado de campanhas eleitorais podem se intensificar: (1) se as pessoas pobres têm menos probabilidades de votar, seja pela distância física das seções eleitorais, seja por desinteresse e/ou descredibilidade; (2) se as contribuições políticas afetam as plataformas oferecidas pelas partes, homogeneizando os projetos de governo de acordo com os interesses dos seus financiadores; (3) se os fundos da campanha afetam as decisões de voto individual, provocando desequilíbrios na divulgação das propostas dos candidatos, por exemplo; (4) se as contribuições políticas afetam o legislativo, influenciando na criação de leis específicas, e/ou (5) se os subornos influenciam as decisões burocráticas ou judiciais, favorecendo a parcialidade.

Com relação às decisões de voto individual, as propagandas eleitorais no Brasil são produzidas e divulgadas a fim de aproximar os eleitores dos candidatos, respeitando as determinações da Lei nº 9.504, de 30 de setembro de 1997, e da Lei nº 13.165, de 29 de setembro de 2015. Mesmo com a previsão de penalidades aos candidatos e partidos que elaboram e divulgam propagandas fora dos dispositivos legais, não considerar propaganda eleitoral os materiais que não envolvem pedido explícito de voto, menção à candidatura e exaltação das qualidades pessoais dos candidatos, abre margens à difusão de conteúdos e posicionamentos sobre as candidaturas, sem que estes sejam considerados material de campanha.

É o que nos mostra o estudo de Miguel (1999, p. 8) realizado sobre as campanhas veiculadas para a escolha do presidente em 1998. O autor verifica que a campanha de Fernando Henrique Cardoso (PSDB) foi de mais fácil assimilação pelo grande público, com mensagens positivas frente à crise vivenciada. Já as propagandas eleitorais de Luiz Inácio Lula da Silva (PT) e de Ciro Gomes (PPS) traziam noções complicadas, como taxa de juros e taxa de câmbio. Ao analisar o conteúdo transmitido pelo Jornal Nacional, da Rede Globo de Televisão, o autor constatou o enquadramento da veiculação de notícias equivalente à propaganda de Fernando Henrique Cardoso, com mensagens positivas, reservando pouquíssimo espaço para análises da situação econômica, mais próximas às campanhas dos candidatos da oposição, Lula e Ciro.

Miguel (1999, p. 8) identificou quatro aspectos da cobertura do Jornal Nacional no favorecimento de Fernando Henrique Cardoso: a) Demora em noticiar um quadro de crise; b) Ênfase no caráter "externo" dos problemas; c) Elogios à competência da equipe econômica; e

d) A invisibilidade do enquadramento oposicionista. Assim, mesmo que a referida campanha eleitoral esteja fora do período delimitado para esta pesquisa, o estudo de Miguel nos apresenta como a divulgação de conteúdo, não considerado material de campanha, auxilia na assimilação e aceitação de um determinado candidato, em detrimento dos demais.

Segundo Schumpeter (1961, p. 314), os indivíduos são sensíveis à influência da publicidade e a outros métodos de persuasão. A técnica da boa publicidade é particularmente instrutiva e há, em quase todos os casos, um apelo à razão. No entanto, uma afirmação repetida constantemente vale mais do que um argumento racional. Desse modo, técnicas destinadas a explorar o subconsciente somadas às técnicas destinadas a criar associações favoráveis e desfavoráveis podem conformar uma opinião, por meio de afirmações reiteradas, e se obtém êxito na medida em que se evita o argumento racional e o perigo de despertar as faculdades críticas do povo (SCHUMPETER, 1961, p. 320).

Para Przeworski (2010, p. 95), os efeitos das contribuições financeiras nas plataformas partidárias sobre as decisões individuais relacionadas ao voto são difíceis de serem identificadas. No entanto, o autor assinala que os indivíduos, dotados de uma ação racional, podem exercer alguma influência nos pleitos eleitorais, independente da tendência verificada aos votos e ao êxito nas eleições. Ressalta os grupos de interesse que usam as contribuições financeiras para influenciar as plataformas do partido. Se um grupo consegue persuadir todos os principais partidos a adotar programas de governo que contemplem suas demandas, não importa qual o partido vencedor e qual a opinião dos eleitores, essas demandas serão atendidas. Caso consigam estabelecer uma relação de longo prazo com um candidato ou partido, não haverá a necessidade de compra direta de votos legislativos quando uma questão na agenda congressual afetar seus interesses particulares.

O autor constata que os investidores possuem preferências distintas em relação às políticas e contribuem para os candidatos e partidos cujos cargos os levariam a adotar políticas favoráveis a seus interesses. Em outras palavras, os interesses especiais compram no mercado à vista, ou seja, os investidores/doadores contribuem para os legisladores em troca de seu voto. Se compreendermos o pleito eleitoral como um mercado à vista, conforme apontou Przeworski, é provável que as campanhas com grande volume de recursos possuam maiores chances de êxito, independentemente da ideologia partidária, da localização regional da disputa ou do Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) da população (CERVI, 2010, p. 163).

Seguindo a mesma linha de raciocínio, Mancuso (2016, p. 42) afirma que, com o conhecimento dos resultados das pesquisas realizadas antes do pleito eleitoral, os doadores podem financiar um candidato com maior probabilidade de vitória, deixando para escanteio os

candidatos com baixa intenção de voto, ou ainda estimular o candidato com baixa possibilidade de êxito, visando a queda dos preferidos pelos eleitores. O autor acrescenta três situações que podem motivar e intensificar as doações: 1) quando há interesses materiais, ou seja, quando o empresário é motivado pela expectativa de benefícios futuros; 2) quando há convicções ideológicas e motivação por afinidades programáticas; e 3) quando há vínculos pessoais primários, como o parentesco, ou secundários, como a amizade e o pertencimento a um grupo.

O autor, ao discutir o financiamento público para campanhas eleitorais, alerta para a permanência de critérios que sustentam a desigualdade como regra para a distribuição dos recursos financeiros (MANCUSO, 2016, p. 59). O Fundo Especial de Assistência Financeira aos Partidos Políticos, criado em 1965, é composto principalmente por dotações orçamentárias da União, multas e penalidades pecuniárias aplicadas com base no Código Eleitoral e leis afins, e por doações de pessoas físicas ou jurídicas para o Fundo Partidário. Não se destinando apenas às campanhas eleitorais, o Fundo Partidário remunera todos os meses os partidos, sendo 5% dividido em partes iguais e 95% dividido proporcionalmente, de acordo com o total de votos que cada partido recebeu para a Câmara dos Deputados nas últimas eleições. Da quantia recebida por cada um dos partidos, 20% deve ser destinado à criação e à manutenção de um instituto ou fundação de pesquisa, 5% destinado aos programas de promoção da participação das mulheres na política, e o restante a despesas administrativas e campanhas institucionais, considerando o limite de 50% para o diretório nacional e 60% para diretórios estaduais.

Desigualdades entre os candidatos também são observadas na distribuição do Fundo Especial de Financiamento de Campanha (FEFC) que, constituído por dotações orçamentárias da União em ano eleitoral, tem seu valor definido pelo Tribunal Superior Eleitoral, a cada eleição, com base nos parâmetros previstos em lei. No primeiro turno das eleições, os recursos são distribuídos entre os partidos políticos em observância aos seguintes critérios, segundo a Lei nº 9.504, de 30 de setembro de 1997, e inclusões da Lei nº 13.488, de 6 de outubro de 2017:

- I – 2% (dois por cento), divididos igualmente entre todos os partidos com estatutos registrados no Tribunal Superior Eleitoral;
- II – 35% (trinta e cinco por cento), divididos entre os partidos que tenham pelo menos um representante na Câmara dos Deputados, na proporção do percentual de votos por eles obtidos na última eleição geral para a Câmara dos Deputados;
- III – 48% (quarenta e oito por cento), divididos entre os partidos, na proporção do número de representantes na Câmara dos Deputados, consideradas as legendas dos titulares;
- IV – 15% (quinze por cento), divididos entre os partidos, na proporção do número de representantes no Senado Federal, consideradas as legendas dos titulares (BRASIL, 2017, Art. 11).

No que se refere ao tempo de veiculação de propaganda eleitoral gratuita, 10% da sua totalidade é dividido igualmente entre todos os candidatos, enquanto que os 90% restantes é proporcionalmente distribuído, de acordo com as bancadas dos partidos no Congresso. A distribuição dos recursos públicos e do tempo reservado para a veiculação das propagandas eleitorais, segundo Mancuso, pode abrir espaço para uma nova composição do cenário político, como a “cartelização”, colocando partidos grandes e pequenos em lados opostos. Os primeiros poderão concentrar os recursos estatais, dificultando a criação e a oficialização de novos partidos, evitando novas divisões. Já os pequenos partidos poderão requerer a dispersão dos recursos estatais como forma de fortalecimento da competição política. Ainda que em um largo horizonte os recursos públicos possam ser distribuídos de modo igualitário, o autor atenta para a possibilidade de os candidatos somarem à quantia pública recursos financeiros próprios e a condição de serem figuras conhecidas pelo grande público.

Mesmo que alguma dose de desigualdade política pareça ser intragavelmente inevitável ao sistema democrático, compreendemos, assim como Przeworski (2010, p. 98), que a influência corruptora do dinheiro se torna o flagelo da democracia. Foi o que nos mostraram as investigações realizadas pelo Ministério Público sobre a eleição presidencial realizada em 2014 no Brasil. A não determinação de um teto máximo para as doações nominais das empresas possibilitou que ações legais pudessem gerar resultados ilegais. Segundo Junckes et al, “Além dos enormes desequilíbrios produzidos pelo dinheiro ilegal, recursos corporativos de fontes escusas eram legalizados mediante doações aos candidatos e partidos, formalizadas junto aos tribunais eleitorais até o limite de gastos registrado pelas próprias candidaturas” (2019, p. 4). Assim, recursos empresariais de origem duvidosa, descritos como de “origem indeterminada” podem ter sido legalizados via doações formalizadas junto ao TSE.

Como é possível observar, o financiamento privado de campanhas eleitorais, além de estimular a concorrência desigual entre candidatos e partidos, apresenta uma gama de práticas relacionais entre doadores e partidos/candidatos. Os relacionamentos e vínculos constituídos entre os diferentes atores envolvidos podem ser investigados por meio da articulação da Análise de Redes Sociais, num enfoque original no campo da ciência política e da sociologia. Desse modo, continuamos este estudo identificando os diferentes atores envolvidos com a prática de financiamento privado de campanhas eleitorais e analisando os impactos das doações na rede de financiamentos do BNDES. A seguir, identificamos os atores que assumiram a presidência do Bacen entre 2003 e 2018, via indicação e nomeação do presidente da república.

5.3. DEALERS E O BANCO CENTRAL

Entendendo que o financiamento privado de campanhas eleitorais pode influenciar, em alguma medida, os resultados das eleições e, conseqüentemente, a escolha de pessoas para cargos de grande relevância no governo, identificamos as nomeações para a presidência do Bacen realizadas pelos presidentes da república eleitos no período investigado. Antes, porém, justificamos a inclusão destes atores em nossas redes de investigação, discorrendo sobre a organização e o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional (SFN), incluindo seus órgãos normativos, supervisores e operacionais, e sobre o papel exercido pelo Bacen nesta estrutura.

No SFN, ilustrado no quadro abaixo, o Conselho Monetário Nacional (CMN), como órgão normativo, é o responsável por determinar as diretrizes gerais para o funcionamento do SFN e por formular as políticas nacionais da moeda e do crédito, visando a estabilidade e o pleno desenvolvimento financeiro do Brasil. Dentre as funções do CMN, de acordo com a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, encontram-se: adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia; regular o valor interno e externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos; orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras; propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros; zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; e coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária e da dívida pública interna e externa. O presidente do CMN até dezembro de 2018, era o Ministro da Fazenda, sendo o Ministro de Planejamento, Orçamento e Gestão e o presidente do Bacen também membros do Conselho³⁹.

Junto aos órgãos normativos encontram-se também o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), responsáveis, respectivamente, por estabelecer diretrizes e normas da política de seguros privados e regular o regime de previdência complementar, operado por entidades fechadas de previdência complementar, conhecidas como fundos de pensão. Como órgãos supervisores do SFN há o Bacen, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). Como

³⁹ Importante mencionar que, após a eleição de Jair Bolsonaro para a presidência da república pelo Partido Social Liberal (PSL) em 2018 e sua assunção ao cargo em janeiro 2019, houve a redução do número de ministérios, de 29 pastas mantidas pelo antecessor Temer, para 22 pastas ministeriais. A estratégia adotada pelo novo governo, no que se chamou de “enxugamento da máquina pública”, foi a incorporação/fusão de dois ou mais ministérios, como no caso do Ministério da Economia, que incorporou o Ministério da Fazenda, o Ministério do Planejamento, o Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços e parte do Ministério do Trabalho. Nesta nova configuração, o CMN passou a ser composto pelo Ministro da Economia como presidente, pelo Presidente do Bacen e pelo Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia.

órgãos operadores do SFN, as instituições financeiras captadoras de depósitos à vista, bolsas de mercadorias e futuros, seguradoras e resseguradoras, atuam diretamente com o público.

Quadro 3 - BACEN - Organograma do Sistema Financeiro Nacional



Fonte: Bacen.

Como autarquia federal vinculada, no período investigado, ao Ministério da Fazenda, o Bacen é o órgão responsável por executar as deliberações do CMN e assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e um sistema financeiro sólido e eficiente. O Bacen, nesse sentido, garante a estabilidade da moeda e a solidez do SFN, supervisionando operações com títulos, valores mobiliários, moeda estrangeira e derivativos financeiros. Promove serviços de liquidação, operando o Sistema de Transferência de Reservas na transferência de fundos, e o Sistema Especial de Liquidação e de Custódia na liquidação de títulos públicos.

Importante mencionar que o Ministério da Fazenda, extinto em 2019 e transformado, junto ao Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços e ao Ministério do Planejamento e o Ministério do Trabalho, em Ministério da Economia, é o responsável pelos assuntos relacionados à administração dos recursos públicos, à condução e fiscalização de operações de crédito, à arrecadação tributária federal, às tarifas públicas, preços, seguros, consórcios e à previdência privada. Mesmo considerando a importância da investigação das relações existentes entre os ministros da Fazenda e o capital financeiro privado, optamos por incluir no escopo deste estudo apenas o presidente do Bacen, tendo em vista a sua participação na consolidação da política monetária de controle da inflação, via estabelecimento da taxa básica de juros, e sua relação com o núcleo do objeto desta investigação. Entretanto, apontamos como possibilidade para futuras pesquisas a inserção de outros atores, como os ministros da Fazenda e da Economia, os presidentes do BNDES e os diretores do Bacen, por exemplo.

No Bacen, o ocupante da presidência é indicado pelo Presidente da República, submetido a uma sabatina na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado e à aprovação pelo Colegiado e pelo Plenário da casa. Quando aceito, o presidente do Bacen é nomeado pelo presidente da república e passa a integrar o Comitê de Política Monetária (Copom) e os órgãos normativos do SFN, como o CMN, deliberando sobre aspectos da política econômica que vão incidir, entre outros, na valorização dos títulos públicos e na coordenação da dívida pública.

Investigando a trajetória profissional dos presidentes do Bacen no período de 2003 a 2018, verificamos a existência de nomes que atuaram, antes e/ou após a exoneração do cargo, em atividades ligadas ao mercado financeiro, vinculando-se a grupos, conglomerados e/ou instituições financeiras. Para Ferreira (2005, p. 99), a escolha de representantes do Bacen com boa relação no mercado financeiro pode estar relacionada à ideia de controle do fluxo de capital em nível internacional, garantido um ambiente macroeconômico seguro aos investimentos com a ocupação de cargos da alta administração pública por pessoas de confiança do mercado.

Em outras palavras, existe um processo no qual os representantes do capital financeiro nacional e internacional se organizam e se articulam para manter a hegemonia da sua fração de classe. Seus interesses passam a ser representados por pessoas oriundas da mesma fração de classe e/ou com trajetórias profissionais desempenhadas no mercado financeiro. Ocupando importantes cargos no governo, passam a representar uma elite estatal. Tal fato já fora identificado por Minella (1996, p. 90), conforme trecho abaixo:

[...] alguns grupos financeiros (quatro em especial – Bamerindus, Bradesco, Econômico e Unibanco) se caracterizam pelo trânsito de seus quadros diretivos para o comando dos aparatos de decisão do Estado, principalmente com a área econômico-financeira

(Ministérios, Conselho Monetário Nacional, Banco Central e instituições financeiras estatais) (MINELLA, 1996, p. 90).

Ferreira (2005, p. 101), utilizando a metáfora da porta giratória, analisa a passagem de pessoas ligadas ao mercado financeiro em importantes órgãos do SFN que, entre suas funções, regulam o sistema financeiro nacional. Para autor, há dois perfis para o conjunto daqueles que passam por funções-chaves no Estado: os que constroem carreira no governo para atuarem, posteriormente, em empresas privadas; e os que deixam cargos em grandes empresas e instituições financeiras, atuam temporariamente no governo, e retornam ao mundo privado numa situação melhor do que estavam antes de sua passagem à frente de algum cargo público. No que se refere ao Bacen, o autor identifica a passagem de representantes vinculados ao mercado financeiro pelo órgão desde 1995:

1) Pérsio 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 (FERREIRA, 2005, p. 102).

Ainda que a trajetória profissional não possa, por si só, determinar posturas específicas na condução da política econômica do país, é provável que esta política esteja sendo moldada de acordo com os objetivos das instituições que tais atores representam. Desse modo, é possível, mas não determinante, que os atores que decidem sobre os prazos e os fatores de remuneração da dívida pública, bem como sobre a taxa básica de juros da economia, representaram ou representarão os interesses das instituições financeiras credoras e creditícias do país.

Assim, com base nas observações realizadas, trazemos uma breve sistematização das trajetórias profissionais dos presidentes do Bacen, nos diferentes governos que compuseram o período estudado. Ainda que ocorra alguma variação nos dados e nas datas apresentadas, seja em razão do desencontro de informações ou em razão de informações tidas como sigilosas, entendemos que a exposição a seguir se mostra suficiente para a identificação dos vínculos profissionais dos ex-presidentes do Bacen com o mercado financeiro privado.

5.3.1. Henrique de Campos Meirelles (Posse:2/01/2003 - Exoneração:31/12/2010)

Meirelles assumiu a presidência do Bacen no início de 2003 e se manteve no cargo durante os dois governos Lula. Natural de Anápolis no estado de Goiás, cursou engenharia civil na Universidade de São Paulo, fez MBA pelo Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro e cursou o Advanced Management Program pela Harvard Business School, destinado à preparação de executivos para presidência de grandes corporações. Além disso, possui o título de doutor honorário pelo Bryant College.

Durante a sua carreira profissional no mercado financeiro, Meirelles ocupou o cargo de presidente do Bank Boston, instituição controlada pelo Bank of America e que teve seus ativos vendidos ao Itaú em 2006, mantendo seu vínculo por 28 anos e acumulando um patrimônio de mais R\$ 377 milhões, conforme noticiado pelo O Globo em agosto de 2018. De 1996 a 1999, ocupou o cargo de presidente mundial da instituição.

Na carreira política, Meirelles se candidatou à deputado federal do estado de Goiás pelo PSDB em 2002. No ano seguinte, se desfilou do partido e foi indicado pelo então presidente eleito, Luís Inácio Lula da Silva, para a presidência do Bacen. Após sua saída do Bacen em 2010, Meirelles recebeu o convite da então eleita presidente Dilma Rousseff para assumir a presidência do Conselho Público Olímpico pelo período de quatro anos, coordenando os investimentos destinados às Olimpíadas realizadas no Rio de Janeiro em 2016.

O cargo representava a instância máxima da Autoridade Pública Olímpica, formada por representantes dos governos federal, estaduais e municipais, para deliberar sobre a aprovação ou modificação do estatuto e do orçamento, a aprovação da Matriz de Responsabilidades e da Carteira de Projetos Olímpicos e a nomeação dos membros do Conselho de Governança e do Conselho Fiscal. Ao final do período na presidência do Conselho Público Olímpico, foi substituído pela empresária Luiza Trajano, sócia da rede Magazine Luiza.

Quanto à esfera privada, em 2012 assumiu a presidência do Conselho Consultivo da J&F Holding, grupo que controla a JBS (Friboi), líder mundial em processamento de carne bovina, ovina e de aves, além de companhias que atuam nos segmentos de produtos de limpeza, higiene pessoal, reflorestamento e comercialização de madeira e produtos financeiros. No período em que Meirelles esteve na presidência do Bacen, a JBS recebeu cerca de R\$ 490 milhões do BNDES Direto e R\$ 400 milhões do BNDES Indireto automático⁴⁰. Uma das principais tarefas de Meirelles na J&F foi montar uma estrutura de governança corporativa para a holding, visando a abertura do capital do grupo (SOUZA; PINHEIRO, 2010, n.p.).

⁴⁰ Segundo dados divulgados pelo BNDES.

No mesmo ano, Meirelles se tornou membro do Conselho de Administração da Azul Linhas Aéreas e geriu a criação do Banco Original, um banco exclusivamente digital que, lançado em 2016, oferecia todos os serviços de um banco tradicional por meio do uso de aplicativos de celular e de saques em caixas eletrônicos vinculados à rede 24 horas. O Banco Original, pertencente ao grupo J&F e comandado por Joesley Batista, tinha como meta na época de seu lançamento o alcance de 100 mil clientes no primeiro ano e a projeção de 2 milhões de clientes após uma década, segundo Goulart (2016). Em 2018, de acordo com o próprio Banco Original, a empresa contava com um patrimônio líquido de R\$ 2,2 bilhões.

Em sua trajetória profissional, Henrique Meirelles foi membro do Conselho de Administração da Raytheon Corporation, do grupo norte americano Bestfoods e membro do Conselho de Administração da Champion International Financial. Foi fundador e presidente da Associação Viva o Centro, presidiu o Conselho da Fundação José e Paulina Nemirovsky e foi Conselheiro da Fundação Padre Anchieta, segundo Souza e Pinheiro (2010, n.p.).

Assumindo novamente a vida pública, aceitou o convite de Michel Temer para o cargo de ministro da Fazenda, em 2016, acumulando o cargo de ministro da Previdência Social e apoiando a realização de uma reforma trabalhista e da Emenda Constitucional nº 95, conhecida como a Lei do Teto dos Gastos Públicos. Foi candidato à presidência da república pelo partido Movimento Democrático Brasileiro (MDB) nas eleições de 2018, não obtendo sucesso no pleito. Assim, analisando a trajetória relatada identificamos algumas relações de Meirelles com grupos econômicos e/ou financeiros incluídos nas redes investigadas. O quadro abaixo sistematiza o período, a empresa, o cargo/função exercido, o grupo econômico e/ou financeiro ao qual a empresa pertencia e, no caso de existência, o *dealer* pertencente ao grupo.

Quadro 4 - BACEN - Henrique de Campos Meirelles - Trajetória profissional

Período	Empresa / Organização	Cargo/Função	Grupo	Dealer**
1974 - 2002	Bank Boston	Diretor e Presidente	BankBoston	Bank Boston do Brasil S.A.
			Itaúsa*	Banco Itaú S.A.
2003 - 2010	Bacen	Presidente	---	---
2011 - 2015	Conselho Público Olímpico	Presidente do Conselho	---	---
2012	J&F Holding	Presidente do Conselho Consultivo	J&F	---
2012	Azul Linhas Aéreas	Membro do Conselho de Administração	Azul	---
2013 - 2016	Banco Original	Gestor	J&F	---
2016 - 2018	Ministério da Fazenda	Ministro	---	---

Fonte: Elaboração própria.

* Em maio de 2006 o Bank of America anunciou um acordo visando a troca dos ativos do BankBoston no Brasil, Chile e Uruguai por ações do Banco Itaú S.A.

** Considerando apenas os principais *dealers* identificados no período, conforme capítulos anteriores.

Dentre as principais instituições financeiras *dealers* atuantes no período em que Meirelles assumiu a presidência do Bacen, o Banco Itaú se destacou como um dos maiores investidores em títulos públicos brasileiros. Assim, o vínculo indireto com o Itaú, dado por meio das relações mantidas com o BankBoston, será incluído nas redes referentes aos governos Lula, período em que Meirelles esteve na presidência do Bacen.

5.3.2. Alexandre Antônio Tombini (Posse: 1/01/2011 - Exoneração: 8/06/2016)

Formado em Economia pela Universidade de Brasília e PhD em economia pela Universidade de Illinois, Tombini permaneceu por um largo tempo na presidência do Bacen, sendo pouco mais de cinco anos, ficando atrás de Henrique Meirelles, que ficou oito anos no cargo, e de Ernane Galvêas, com pouco mais de seis anos no exercício das funções do cargo. Nas décadas de 1980 e 1990, Tombini atuou em diversos órgãos públicos, como Mediador Chefe de Negociações do Brasil no Mercosul, Coordenador de Análise Internacional, Departamento de Assuntos Internacionais do Ministério da Economia e Coordenador Geral da Área Externa, Secretaria e Política Econômica do Ministério da Fazenda.

Pertencente ao quadro de servidores concursados do Bacen desde 1998, Tombini ocupou o cargo de Chefe de Implementações e Manutenções do órgão, responsável por mapear e estipular metas de inflação, pela microeconomia do setor bancário e pela regulação do setor financeiro. Se afastou do Bacen em 2001 para atuar no FMI como diretor responsável pela intermediação do Brasil com a organização, ocupando o cargo de Assessor Sênior do Diretor Executivo e de Membro da Diretoria Executiva. Em 2005, Tombini retorna ao Bacen e passa a ocupar o cargo de Diretor de Assuntos Especiais e, posteriormente, os cargos de Diretor de Assuntos Internacionais e de Diretor de Normas e Organização do Sistema Financeiro.

Em janeiro de 2011, assume a presidência do Bacen e mantém a linha econômica de seu antecessor, Henrique Meirelles, para o enfrentamento da crise econômica vivenciada no país, especialmente em função da queda na exportação de commodities, setor que impulsionou o crescimento do país na primeira década dos anos 2000. Em 2012, quando a Taxa Selic atingiu sua mínima histórica, 7,25% ao ano, momento em que o governo estimulava a queda dos juros praticados pelos bancos, Tombini recebeu críticas de grandes investidores do mercado financeiro que, avaliando a insustentabilidade da redução dos juros e a suscetibilidade de Tombini às pressões políticas do Palácio do Planalto e do PT, temiam o aumento da inflação. O fato foi observado com o aumento da inflação e da expectativa de inflação entre 2015 e 2016, o que levou Tombini a redigir uma carta pública ao ministro da Fazenda justificando o descumprimento da meta estabelecida para 2015 (CAMPOS, 2016, n.p.).

Após sua saída do Bacen em 2017, Tombini passou a exercer o cargo de Diretor Executivo do FMI em uma ação na Nicarágua, contribuindo com a avaliação da economia e a produção de um documento contendo recomendações do FMI àquele país. O quadro a seguir sistematiza a trajetória profissional, considerando o período, a empresa do vínculo, o cargo/função, o grupo econômico e/ou financeiro e, se houver, o *dealer* pertencente ao grupo.

Quadro 5 - BACEN - Alexandre Antônio Tombini - Trajetória profissional

Período	Empresa / Organização	Cargo/Função	Grupo	Dealer
1991 - 1992	Ministério da Economia	Coordenador de Análise Internacional	---	---
1992 - 1995	Ministério da Fazenda	Coordenador Geral da Área Externa, Secretaria e Política Econômica	---	---
1998 - 2001	Bacen	Diversos*	---	---
2001 - 2005	FMI	Assessor Sênior da Diretoria Executiva e Membro da Diretoria Executiva	---	---
2005 - 2006	Bacen	Diretor de Assuntos Especiais	---	---
2006 - 2010	Bacen	Diretor de Assuntos Internacionais e Diretor de Normas e Organização do Sistema Financeiro	---	---
2011 - 2016	Bacen	Presidente	---	---
2017 - 2020	FMI	Diretor Executivo	---	---

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com esta breve exposição, não identificamos vínculos diretos e indiretos⁴¹ de Tombini com as principais instituições financeiras *dealers* ou com as empresas financeiras e não financeiras vinculadas aos grupos econômicos e/ou financeiros nos quais os *dealers* se vinculavam. No entanto, as passagens de Tombini pelo FMI, antes e após exercer a presidência do Bacen é um importante dado para os apontamentos que faremos adiante.

5.3.3. Ilan Goldfajn (Posse: 9/06/2016 - Exoneração: 28/02/2019)

Ilan Goldfajn é natural de Israel e concluiu a graduação e o mestrado em Economia na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ). Em 1995, se formou PhD em Economia pelo Instituto de Tecnologia de Massachusetts nos EUA e, no ano seguinte, se vinculou ao FMI como Economista, permanecendo no órgão até 1999, ano em que se tornou consultor de organizações internacionais, como o Banco Mundial, o FMI e as Nações Unidas.

⁴¹ Nesta exposição, consideramos como vínculos diretos as relações de trabalho e/ou societária mantidas pelo presidente do Bacen com uma das instituições financeiras estudadas. Consideramos como vínculos indiretos as relações de trabalho e/ou societária mantidas entre o presidente do Bacen e empresas financeiras ou não financeiras vinculadas ao mesmo grupo no qual uma das instituições financeiras estudadas também se vinculavam.

Em seu retorno ao Brasil, ocupou o cargo de professor de economia da PUC-RJ por dez anos. Entre 2000 e 2003, Ilan teve sua primeira passagem pelo Bacen como Diretor de Política Econômica do órgão e, posteriormente, se tornou sócio e funcionário da Gávea Investimentos, empresa atuante no mercado financeiro que obteve, em 2010, controle acionário da Highbridge Capital Management, empresa pertencente ao JP Morgan Chase.

De 2006 a 2009, assumiu o cargo de Diretor do Instituto de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças, associação civil de direito privado sem fins lucrativos que promove pesquisas, seminários, cursos e publicações sobre a realidade socioeconômica do país. Como membros associados do Instituto Casa das Garças encontramos, durante nossa investigação, Pedro Moreira Salles, atual Presidente do Conselho de Administração do Itaú Unibanco Holding S.A., Pérsio Arida, Sócio do banco BTG Pactual, João Roberto Marinho, Vice-Presidente do Conselho de Administração e Vice-Presidente Editorial das Organizações Globo, e Armínio Fraga Neto, Sócio fundador da Gávea Investimentos. No mesmo período, Ilan também compôs o quadro de sócios da Ciano Investimentos, segundo Pinheiro (2010, n.p.).

Ilan ocupou o cargo de Economista Chefe e a posição de Sócio do Banco Itaú Unibanco entre 2009 e 2016, se desligando do Itaú Unibanco e se desfazendo de suas ações após aceitar o convite do presidente interino, Michel Temer, para assumir a presidência do Bacen. No período em que esteve à frente do órgão, verificou-se a diminuição da inflação e das expectativas para a inflação no país, além da redução da Taxa Selic para 6,5% ao ano. Ilan compreendia que as reformas fiscal, trabalhista e educacional, bem como as mudanças no setor de óleo e gás, as privatizações e a criação da Taxa de Longo Prazo (TLP), seriam relevantes ao futuro do país e à estabilidade econômica. Alinhava-se com então presidente no que tange à necessidade de independência do Bacen e à ampliação da concorrência no sistema financeiro. Deixou a presidência do Bacen no início de 2019 e retornou ao setor privado.

Analisando a trajetória profissional Ilan Goldfajn, encontramos vínculos com grupos econômicos e/ou financeiros aos quais também se vincularam os principais *dealers* do período. Abaixo, sistematizamos os dados, organizando o período, a empresa, o cargo/função assumido, o grupo econômico e/ou financeiro ao qual a empresa pertenceu e os respectivos *dealers*.

Quadro 6 - BACEN - Ilan Goldfajn - Trajetória profissional

Período	Empresa / Organização	Cargo/Função	Grupo	Dealer*
1996-1999	FMI	Economista	---	---
1999-2009	PUC-RJ	Professor	---	---
1999-2000	FMI, Banco Mundial e Nações Unidas	Consultor	---	---
2000-2003	Bacen	Diretor de Política Econômica	---	---
2003-2006	Gávea Investimentos	Sócio e Economista	JP Morgan	Banco JP Morgan S.A.
2006-2009	Casa das Garças - IEPE	Diretor do Instituto de Estudos de Política Econômica	Diversos	Diversos
2007-2008	Ciano Investimentos	Sócio e Gestor de Fundos	Ciano	---
2008-2009	Ciano Assessoria Econômica	Economista e Assessor	Ciano	---
2013-2016	Centro Debate Políticas Públicas	Diretor	---	---
2009-2016	Itaú Unibanco	Economista Chefe e Sócio	Itaúsa	Banco Itaú Unibanco S.A.
2016-2019	Bacen	Presidente	---	---

Fonte: Elaboração própria.

* Considerando apenas os principais *dealers* do período.

Conforme aponta o quadro, Ilan teve vínculo direto com o Banco Itaú Unibanco e vínculo indireto com Banco JP Morgan, dois importantes *dealers* do mercado de títulos públicos no período. Assim como Ilan, Meirelles também apresentou vínculos profissionais com o Grupo do Banco Itaú, posteriormente transformado em Banco Itaú Unibanco.⁴²

Para a organização das tabelas e dos sociogramas a seguir, incluímos na rede de financiamentos do BNDES os vínculos dos presidentes do Bacen em cada governo que compôs este estudo com os principais *dealers* identificados e/ou com empresas formalmente vinculadas aos mesmos grupos econômicos e/ou financeiros. Para a apresentação dos dados referentes ao financiamento privado das campanhas presidenciais de 2002, 2006, 2010 e 2014, identificamos os valores doados pelos principais *dealers* e pelas empresas vinculadas aos seus grupos.

Assim, no intento de verificar o processo eleitoral e financiamento privado de campanhas como um dos campos e instrumentos de disputa por hegemonia pelas frações de classe, especialmente pela fração de classe representante do grande capital financeiro, investigamos as relações entre os doadores, os presidentes da república e os presidentes do Bacen, bem como os impactos destas relações na rede de financiamentos do BNDES.

⁴² A título de curiosidade, Arminio Fraga, presidente do Bacen entre 1999 a 2003, também foi sócio economista da Gávea Investimentos, empresa financeira que manteve vínculos com empresa do grupo JP Morgan.

5.4. REPRESENTAÇÃO SOCIOPOLÍTICA DOS *DEALERS*

Após a breve exposição das experiências profissionais nos âmbitos público e privado dos presidentes do Bacen e os vínculos diretos e indiretos com as instituições financeiras estudadas, investigamos os recursos doados diretamente aos candidatos, e as doações feitas aos diretórios dos partidos e/ou aos seus comitês financeiros, destacando a participação das instituições financeiras delimitadas ao longo do estudo e das empresas vinculadas aos mesmos grupos no financiamento privado das campanhas eleitorais para presidência da república. Para coleta de dados foram consultadas as planilhas eletrônicas do Repositório de Dados Eleitorais e do Sistema de Prestação de Contas Eleitorais (SPCE), disponíveis no sítio eletrônico do Tribunal Superior Eleitoral. Os arquivos das prestações de contas contêm as receitas das campanhas, descrevendo as doações realizadas por pessoas físicas e jurídicas e os valores doados por meio de prestação de serviços. Além da descrição dos valores, as planilhas informam a tramitação dos recursos, mediante transferência eletrônica, depósito em espécie, emissão de cheques, cartão de crédito e outros títulos de crédito.

A partir da organização de uma lista contendo as empresas doadoras em cada pleito eleitoral, considerando as campanhas presidenciais de 2002, 2006, 2010 e 2014, investigamos as doações realizadas pelos principais *dealers* identificados no período e as doações realizadas por empresas formalmente vinculadas aos grupos nos quais estes *dealers* também se vinculavam. Para a realização do cruzamento dos dados utilizamos a fórmula PROCV do Excel, localizando as empresas pertencentes aos grupos inseridos nas redes. Para uma seleção mais fina, usamos o mecanismo de localização do Excel, a partir da seleção de palavras chaves, a fim de minimizar a margem erro dos cruzamentos.

Apoiando-nos na ARS, comentamos as medidas de centralidade utilizadas para analisar o papel das principais instituições financeiras *dealers*, conforme disposto no capítulo anterior. Expomos sociogramas, elaborados a partir da utilização dos softwares Ucinet 6 e Net Draw, ilustrando o processo de circulação do capital financeiro a partir da inserção de novos dados e atores nas redes. Para tal, organizamos a investigação e a análise dos dados encontrados a partir de cada governo compreendido no período estudado.

5.4.1. Governo Lula 1 (2003 a 2006)

Para a análise do período em questão, elaboramos a nossa rede de investigação a partir da inclusão das principais instituições financeiras *dealers* do período referente ao primeiro governo Lula; os grupos econômicos e/ou financeiros aos quais os principais *dealers* se

vinculavam; as empresas financeiras e não financeiras vinculadas aos mesmos grupos e captadoras dos desembolsos do BNDES; as diferentes formas de apoio do BNDES; as empresas financeiras e não financeiras dos grupos aos quais os principais *dealers* se vinculavam no final do primeiro governo Lula e que realizaram doações às campanhas dos dois principais partidos/candidatos à presidência na eleição de 2002; e os vínculos do presidente do Bacen no período com empresas e/ou financeiras presentes na rede, antes e após a passagem pelo cargo.

Para os dados referentes à campanha eleitoral de 2002, investigamos o material publicado no sítio eletrônico do TSE, oriundo das prestações de contas realizadas pelos comitês e candidatos ao órgão, no SPCE, como mencionado. Organizamos os valores das receitas, separando-os em Comitê Financeiro Nacional do PSDB (CFN – PSDB) e Comitê Financeiro Nacional do PT (CFN – PT), e por candidatos, Luiz Inácio Lula da Silva do PT (Lula) e José Serra Chirico do PSDB (Serra). No entanto, durante a análise das receitas utilizadas para a realização das campanhas, identificamos algumas dificuldades metodológicas. Nas prestações de contas realizadas ao TSE, além de constar a unificação das receitas referentes ao primeiro turno, ocorrido em 6 de outubro de 2002, e ao segundo turno, ocorrido em 27 de outubro de 2002, estavam ausentes as doações realizadas ao candidato Serra. Observamos também o registro de transferências efetivadas do CFN – PT para Lula, com valores e datas duplicados, constando o nome doador, sendo CFN – PT, mas não o nome do doador originário.

Na tentativa de aproximação dos valores efetivos, subtraímos da receita do candidato Lula os valores provenientes das transferências realizadas pelo CFN – PT. Mesmo procedendo com tal cálculo, ao longo da investigação, a análise das receitas das campanhas eleitorais para presidência dos anos de 2010 e 2014 trouxe novas dificuldades metodológicas. Além das transferências realizadas entre comitês, diretórios e candidatos, mesmo considerando que em 2014 tenham sido registrados os nomes dos doadores originários, houve a assunção dos débitos das campanhas pelos partidos. Em nossa compreensão, os valores empregados na liquidação das dívidas não foram doações diretas às campanhas, via transferência de recursos ou via prestação de serviços, entre outros, mas valores que, destinados à cobertura dos gastos, eram provenientes de recursos dos próprios partidos, a partir de outras fontes de captação/doação.

Dessa forma, optamos por sistematizar apenas os valores das doações realizadas pelas instituições financeiras estudadas e pelas empresas vinculadas aos seus grupos, localizando-as no SPCE pelo nome e verificando, em cada caso, a existência ou não de duplicidade. Assim, elaboramos a tabela abaixo contendo as doações realizadas pelas principais instituições financeiras *dealers*, também principais agentes financeiros intermediários do BNDES, e pelas

empresas vinculadas aos grupos no período referente ao primeiro governo Lula, na promoção das campanhas eleitorais dos dois principais partidos/candidatos à presidência em 2002.

Tabela 45 - Brasil, *Dealers*, Grupos e Financiamento eleitoral - 2002 - Em R\$

<i>Dealers</i> do período/ Empresas do grupo	CFN (PT)	Lula (PT)	CFN (PSDB)	Serra (PSDB)*
Banco Bradesco S.A.	---	---	---	---
Bradesco (Grupo)	500.000	---	500.000	---
Banco do Brasil S.A.	---	---	---	---
Banco Itaú S.A.	250.000	---	2.200.000	---
Itaúsa (Grupo)	---	---	3.000	---
Banco Pactual S.A.; UBS Pactual S.A.	---	---	---	---
Caixa Econômica Federal	---	---	---	---
Banco Votorantim S.A.	---	---	---	---
Votorantim (Grupo)	550.000	400.223	4.790.673	---
Banco Santander (Brasil) S.A.;				
Banco Santander S.A.; Banco	---	---	---	---
Santander Banespa S.A.				
Banco ABN Amro Real S.A.	---	---	650.000	---
Banco Unibanco S.A.	---	---	100.000	---
Unibanco (Grupo)	---	---	200.000	---
HSBC Bank Brasil S.A.	---	---	---	---
Banco Citibank S.A.	---	---	---	---
Banco JP Morgan S.A.	---	---	---	---
TOTAL	1.300.000	400.223	8.443.673	---
TOTAL POR PARTIDO	1.700.223		8.443.673	

Fonte: TSE. Elaboração própria.

*Valores não divulgados no sítio eletrônico do TSE

Como é possível observar, os valores doados pelos principais *dealers* do período à campanha eleitoral do PSDB representou quase 12 vezes os valores doados pelas mesmas instituições à campanha do PT. O Banco Itaú liderou as doações e se destacou pelos R\$ 2,2 milhões enviados ao PSDB. Os bancos ABN Amro Real e Unibanco realizaram doações apenas ao PSDB. As demais instituições financeiras *dealers* não realizaram doações diretas às campanhas, conforme dados publicados pelo TSE.

As doações para a campanha de Lula foram realizadas por empresas vinculadas aos grupos Bradesco, Itaúsa e Votorantim. As doações para a campanha de Serra foram realizadas por empresas dos grupos Bradesco, Itaúsa, Votorantim, ABN Amro e Unibanco. Na campanha de Serra, nota-se uma considerável doação realizada pelas empresas do Grupo Votorantim, de R\$ 4,79 milhões e, em menor medida, pelas empresas do Grupo Itaúsa, no valor de R\$ 3 mil.

Ainda que Serra tenha recebido maior financiamento privado pelas instituições financeiras analisadas e empresas vinculadas aos seus grupos, houve articulação do PT e de

Lula antes das eleições com os representantes do mercado produtivo e financeiro. De acordo com Aguiar (2006, p. 309), Lula propôs a Federação Brasileira de Bancos (Febraban) a criação de um Grupo de Trabalho conjunto para ampliar as discussões sobre estratégias voltadas ao desenvolvimento econômico nacional. No encontro realizado em 20 de agosto, participaram, além de Lula e seus assessores, cerca de 60 banqueiros, diretores e executivos de instituições financeiras, incluindo Roberto Setúbal (Itaú), Pedro Moreira Salle (Unibanco), Fábio Barbosa (ABN Amro/Real), Décio Tenerello (Bradesco), Gabriel Jaramillo (Banespa/Santander) e Gustavo Marin (Citibank). Ao término da reunião, Gabriel Jorge Ferreira, presidente da Febraban, relatou a boa impressão deixada por Lula.

Segundo Aguiar (2006, p. 310), no último mês de campanha, a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), “abriria as suas portas para divulgar o resultado do trabalho conjunto da Febraban com a coalização PL/PT, envolvendo a Bovespa e duas dezenas de entidades do mercado de capitais”. No documento “O mercado de Capitais como Instrumento de Desenvolvimento Econômico” defendia-se a criação de mecanismos voltados ao crescimento da produção, por meio do fortalecimento do mercado de capitais, via uso do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) para o financiamento da produção, e incentivos ao desenvolvimento dos fundos de pensão.

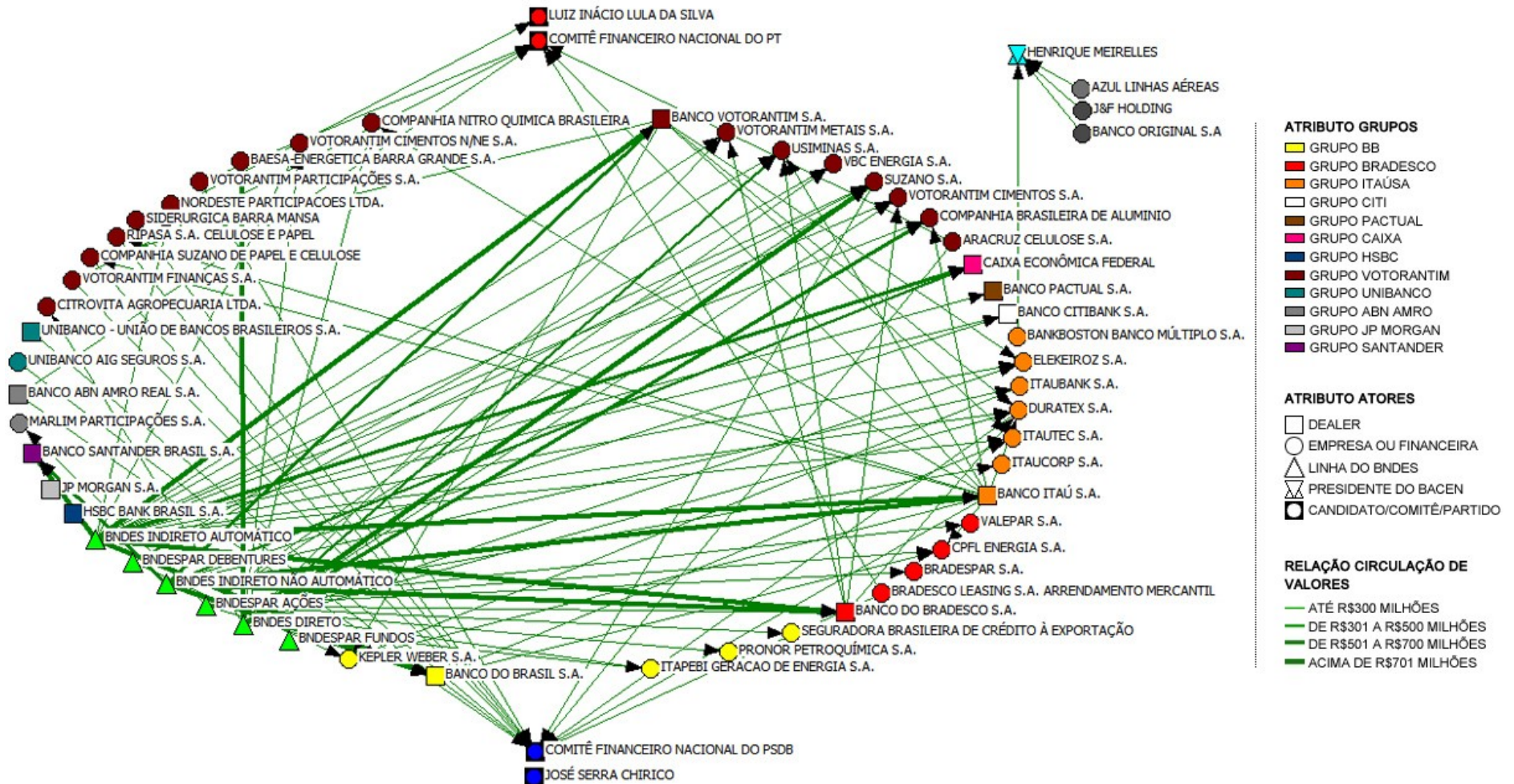
Pela candidatura de Lula assinaram o documento: Antoninho Marmo Trevisan, dono da Trevisan e Associados de Auditoria e Consultoria; o economista Guido Mantega, depois nomeado ministro do Planejamento e substituto do ministro Antônio Pallocci na pasta da Fazenda; e o deputado Federal do PT, Ricardo Berzoini, nomeado para o Ministério da Previdência Social, além de João Ayres Rabello Filho, João Vaccari Neto, Sérgio Rosa e Wagner Pinheiro. Pela Bovespa e demais entidades assinaram Antônio Cury, Cardoso Antônio Rocca, Gilberto Mifano, Hélcio Fajardo Henriques, Humberto Casagrande Neto, Izalco Sardenberg, Sergio Luis de Cerqueira Silva e Thomas Tosta de Sá (AGUIAR, 2006, p. 311).

Com a vitória de Lula, a composição do governo retratou a articulação realizada, com destaque para o Bacen, sendo o indicado e nomeado ao cargo de presidente o engenheiro civil Henrique de Campos Meirelles. Considerando que os cargos de presidência e diretoria do Bacen são de Natureza Especial, segundo a Lei nº 9.650, de 27 de maio de 1998, ou seja, cargos públicos que dispensam concursos públicos para sua efetivação, e que os ocupantes destes cargos ficam condicionados aos deveres e proibições previstos na Lei nº 8.112, em especial ao disposto no Artigo 117: “ao servidor é proibido (...) participar de gerência ou administração de sociedade privada, personificada ou não personificada, exercer o comércio, exceto na qualidade de acionista, cotista ou comanditário”, Meirelles se afastou da iniciativa privada.

As principais vinculações de Meirelles com o mercado financeiro foram com o Grupo J&F Investimentos e o Grupo Azul. Na tentativa de mapear as principais empresas dos grupos mencionados, verificamos a ausência de informações referentes a estes cadastros/registros no sítio eletrônico da CVM e nos anuários do Valor Grande Grupos de 2002 e 2003, bem como no período referente ao primeiro governo Lula, ou seja, de 2003 a 2006. Ainda que os vínculos de Meirelles com os grupos mencionados tenham ocorrido entre os anos de 2012 a 2016 e que os dados se encontrassem disponíveis para estes anos nas fontes consultadas, em nosso entendimento, o organograma de empresas do Grupo J&F Investimentos e do Grupo Azul precisariam corresponder ao período do governo em questão, por se tratar de um cruzamento entre empresas vinculadas formalmente com os grupos ao final do primeiro governo Lula.

Entretanto, o vínculo de Meirelles com o BankBoston o conectou ao Grupo Itaúsa, no momento em que o Bank of America, controladora do BankBoston no Brasil, Chile e Uruguai, troca a instituição financeira por R\$ 4,5 bilhões em ações do Banco Itaú em 2006. Tal fato possibilitou a inclusão do organograma de empresas do Grupo Itaúsa, a partir dos dados coletados na CVM e nos anuários do Valor Grandes Grupos de 2002 e 2003. Assim, no sociograma a seguir, sistematizamos as informações apontadas para a investigação e a análise das relações existentes entre os atores dispostos na rede delimitada, por meio da circulação do capital proveniente dos desembolsos do BNDES e das doações realizadas às campanhas de 2002 para os dois principais partidos/candidatos ao pleito.

Sociograma 6 - Dealers, rede de financiamento do BNDES e doações eleitorais - 2002



Fonte: Elaboração própria.

A representação dos atores na rede segue o padrão utilizado no capítulo anterior, bem como os detalhamentos descritos na legenda. Os novos atores, sendo os comitês financeiros de cada partido, os candidatos e o presidente do Bacen estão representados por novas figuras geométricas, facilitando a identificação visual. Conforme a tabela e o sociograma, durante as eleições de 2002, o Banco Itaú realizou doações diretas aos dois principais candidatos, por meio do CFN-PT e do CFN-PSDB, sendo R\$ 250 mil e R\$ 2,2 milhões, respectivamente.

Ainda que a maior doação do Banco Itaú tenha sido direcionada ao candidato do PSDB, o vínculo indireto de Meirelles com esta instituição financeira pode significar que Lula, após a vitória, manteve o diálogo com a fração de classe representante do grande capital financeiro ao indicá-lo e nomeá-lo à presidência do Bacen. Como verificamos no capítulo anterior, durante o primeiro governo Lula, o Banco Itaú e o Banco Bradesco foram as instituições financeiras que alcançaram maior centralidade na rede de financiamentos do BNDES, ou seja, registraram maiores índices computados para o *degree* e para o *betweenness*. A ocupação da presidência do Bacen por Meirelles, nesse sentido, além de corroborar com o mecanismo da porta giratória, referindo-se à circulação de pessoas do mercado financeiro em importantes cargos do governo, ocorreu no período em que o Banco Itaú se destacou no mercado de títulos públicos como um dos principais *dealers*, e no mercado de crédito, recebendo e intermediando os desembolsos do BNDES.

Outro aspecto observável a luz dos preceitos teóricos aqui utilizados, refere-se ao comportamento do Grupo Itaúsa, do Grupo Bradesco e do Grupo Votorantim no financiamento privado. As doações realizadas pelos dois primeiros grupos mencionados foram provenientes, em sua maior parte, de empresas financeiras. Já as doações realizadas pelo Grupo Votorantim, cerca de R\$ 2 milhões a mais do que as realizadas pelos grupos Itaúsa e Bradesco, foram provenientes de empresas do setor produtivo, ainda que estas possuíssem capital aberto. Esta dinâmica pode ser considerada como parte do processo de disputa por hegemonia pelas frações representantes do capital produtivo/industrial e do capital financeiro por meio do financiamento privado de campanhas eleitorais. Ainda que não seja possível determinar uma única vocação a cada grupo, é possível verificar a predominância das atividades exercidas pelo conjunto das empresas que o compõe, como no caso do Grupo Votorantim, onde as empresas se destacaram por produzir bens intermediários, especialmente nos ramos siderúrgico e de cimento. Diferente dos grupos Bradesco e Itaúsa, ainda que este último componha também o setor industrial, verificamos no sociograma acima a predominância de empresas atuantes no setor financeiro.

5.4.2. Governo Lula 2 (2007 a 2010)

Do mesmo modo, elaboramos a nossa rede de investigação incluindo as principais instituições financeiras *dealers* do período, os grupos econômicos e/ou financeiros nos quais estes *dealers* se vinculavam ao final do segundo governo Lula, as empresas destes grupos prestatárias do BNDES e as que realizaram doações aos dois principais candidatos à presidência em 2006, as diferentes formas de apoio do BNDES, e os vínculos do presidente do Bacen no período com empresas e/ou financeiras presentes na rede, antes e após a passagem pelo cargo.

Elaboramos a tabela abaixo contendo as doações realizadas pelas principais instituições financeiras *dealers*, também principais agentes intermediários do BNDES, e pelas empresas dos grupos nos quais estes *dealers* se vinculavam, na promoção das campanhas eleitorais dos dois principais partidos/candidatos em 2006.

Tabela 46 - Brasil, *Dealers*, Grupos e Financiamento eleitoral - 2006 - Em R\$

Dealers do período/ Empresas do grupo	CFN (PT)	Lula (PT)	CFN (PSDB)	Alckmin (PSDB)
Banco Bradesco S.A.	---	---	---	---
Bradesco (Grupo)	2.525.000	---	1.250.100	---
Banco do Brasil S.A.	---	---	---	---
Banco Itaú S.A.	3.500.000	---	3.500.000	---
Itaúsa (Grupo)	----	---	6.778	---
Banco Unibanco S.A.*	1.000.000	---	1.000.000	---
Unibanco (Grupo)	300.000	---	300.000	---
Banco UBS Pactual S.A.;	---	---	---	---
Banco BTG Pactual S.A.	---	---	---	---
Caixa Econômica Federal	---	---	---	---
Banco Votorantim S.A.	---	---	---	---
Votorantim (Grupo)	3.190.000	146.104	1.021.066	---
Banco Santander (Brasil) S.A.;	---	---	---	---
Banco Santander S.A.; Banco	---	---	---	---
Santander Banespa S.A.	---	---	---	---
HSBC Bank Brasil S.A.	---	---	---	---
Banco Citibank S.A.	---	---	---	---
TOTAL	10.515.000	146.104	7.077.944	---
TOTAL POR PARTIDO	10.661.104		7.077.944	

Fonte: TSE. Elaboração própria.

* Ainda que para a composição dos grupos tenhamos nos pautado na estrutura verificada ao final do governo em questão, na Tabela consideramos os valores do Banco Itaú S.A. e do Unibanco S.A., incluindo seus grupos, de forma separada, considerando que a fusão destes e a formação do Banco Itaú Unibanco S.A. ocorre em 2008.

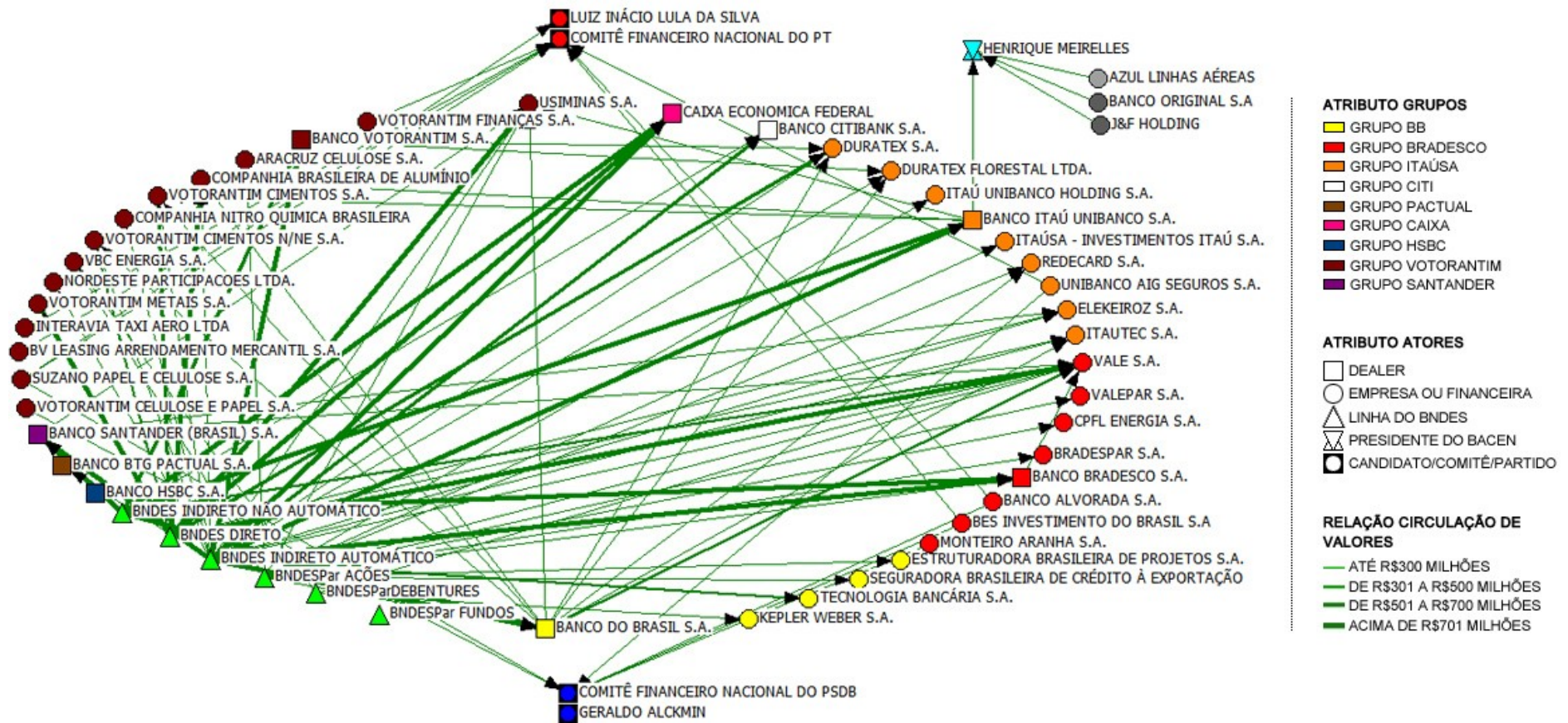
Apenas os bancos Itaú e Unibanco realizaram doações diretas às campanhas eleitorais, sendo R\$ 3,5 milhões e R\$ 1 milhão destinados para cada um dos comitês partidários, respectivamente. Como é possível observar, o comportamento destes bancos no processo

relacionado ao financiamento privado passou a desconsiderar a escolha do candidato a partir do emparelhamento político e ideológico, apontando que ambos os projetos de governo satisfaziam, em alguma medida, seus interesses gerais e/ou a necessidade de se garantir apoio às principais possibilidades de êxito no pleito. Nas eleições presidenciais de 2002 observamos que, diferente da eleição de 2006, os bancos Itaú e Unibanco fizeram doações somente ao CFN-PSDB, demonstrando a preferência pelo então candidato Serra.

Considerando as empresas vinculadas aos grupos econômicos e/ou financeiros analisados, verificamos que ocorreu, de modo geral, maior doação ao partido/candidato do PT, com destaque às empresas do Grupo Votorantim que destinaram ao CFN-PT e ao candidato Lula o total de R\$ 3,336 milhões, diversamente do que ocorreu na eleição de 2002. Tal fato pode estar ancorado no projeto de governo do PT, que previa a aceleração do crescimento com investimentos na infraestrutura do país. O Grupo Votorantim também demonstrou especial articulação na rede de financiamentos do BNDES, contando com um número expressivo de empresas na rede durante os governos Lula. Nesta provável relação de reciprocidade entre governo Lula e Grupo Votorantim, houve uma boa articulação do governo com representantes do capital produtivo, especialmente da indústria de base, ao mesmo tempo em que houve a manutenção de uma boa relação do governo com representantes do grande capital financeiro, como no caso do Banco Itaú Unibanco. Com relação às empresas vinculadas ao Grupo Itaúsa, apenas uma destinou R\$ 6,778 mil ao CFN-PSDB, uma quantia relativamente baixa comparada à doação do banco. As empresas do Grupo Bradesco, que na eleição de 2002 contribuíram de forma similar com as duas principais candidaturas, passaram a apoiar de forma mais intensa o partido/candidato do PT, destinando-lhe R\$ 2,525 milhões, quase o dobro da contribuição realizada ao partido/candidato do PSDB.

No que se refere ao presidente do Bacen, Lula mantém Henrique Meirelles no cargo, que permanece afastado das atividades profissionais junto ao mercado financeiro privado. Os vínculos de Meirelles continuaram iguais, tendo em vista que estes foram contraídos antes e após assumir o cargo. No intento de mapear as empresas do Grupo J&F Investimentos e do Grupo Azul, não encontramos novamente informações na CVM e nos anuários do Valor Grandes Grupos de 2006 e 2007. Entretanto, o vínculo de Meirelles com o BankBoston o conectou novamente ao Grupo Itaúsa, mapeado na rede a seguir.

Sociograma 7 - Dealers, rede de financiamento do BNDES e doações eleitorais – 2006



Fonte: Elaboração própria

Obs.: No Sociograma, consideramos a fusão dos Banco Itaú S.A. e do Unibanco S.A., diferentemente da maneira como procedemos para a elaboração da Tabela acima. O Sociograma ilustra a interação dos atores na rede de financiamento do BNDES, considerando todo o período referente ao segundo governo Lula. Deste modo, os recursos recebidos e as atividades de intermediação financeira foram efetivados, de acordo com os registros do BNDES, pelo Banco Itaú Unibanco S.A.

A representação dos atores na rede e suas relações seguem o padrão utilizado anteriormente. A inserção dos novos atores, como os comitês financeiros de cada partido, os diferentes candidatos, o presidente do Bacen e seus vínculos profissionais com as empresas dispostas na rede estão representados por novas figuras geométricas, conforme a legenda.

De modo geral, verificamos que, apesar dos valores doados pelas empresas analisadas se apresentarem maiores em 2006, o número de empresas vinculadas aos grupos estudados e efetivamente doadoras pouco variou, passando de 13, em 2002, para 12, em 2006. Na relação investigada, considerando a delimitação proposta ao estudo, em 2002 foram doados R\$ 10,143 milhões e, em 2006, R\$ 17,739 milhões, um crescimento nominal de quase 60%. Houve também mudanças no comportamento dos doadores. Os bancos fizeram contribuições similares às duas principais candidaturas, e as empresas dos grupos, especialmente do Grupo Votorantim, fizeram maiores contribuições ao partido/candidato do PT.

No período do segundo governo Lula, verificamos, por meio das diferentes métricas disponibilizadas pelo Ucinet 6, a centralidade das principais instituições financeiras *dealers*. No que se refere ao *degree*, mais especificamente ao *indegree*, os bancos Caixa Econômica Federal, do Brasil, Bradesco e Itaú Unibanco, considerando a fusão já mencionada para este, apresentaram os maiores índices, representando as instituições financeiras que mais receberam aportes do BNDES. Assim, ao mesmo tempo em que os bancos Itaú e Unibanco foram os maiores doadores das campanhas eleitorais de 2006, o Banco Itaú Unibanco representou o segundo principal captador dos recursos do BNDES na rede. Importante mencionar que o referido banco também se destacou como *dealer* do mercado de títulos públicos no segundo governo Lula, como um dos principais agentes financeiros intermediários do BNDES e como o responsável por conectar o presidente do Bacen à rede. Com relação ao *outdegree*, o Banco do Brasil foi a instituição financeira que mais intermediou os recursos do BNDES no interior da rede investigada, como exposto, resultado também confirmado pelo indicador *Betweenness*.

Conforme mencionado, durante os reflexos da crise do sistema financeiro internacional no Brasil, o governo estimulou a economia baixando a taxa de juros cobrados pelos bancos públicos. Ainda que por este motivo a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil tenham se destacado no *indegree* e *outdegree*, respectivamente, estas instituições não fizeram contribuições às campanhas devido aos vínculos que possuem com o próprio governo.

5.4.3. Governo Dilma 1 (2011 a 2014)

A rede elaborada para o primeiro governo Dilma é composta pelas principais instituições financeiras *dealers* do período, os grupos econômicos e/ou financeiros nos quais

estes *dealers* se vinculavam, as empresas destes grupos beneficiárias dos financiamentos do BNDES e as que realizaram doações aos dois principais candidatos à presidência em 2010, as diferentes formas de apoio do BNDES e os vínculos do presidente do Bacen no período com empresas e/ou financeiras presentes na rede, antes e após a passagem pelo cargo.

Elaboramos a tabela abaixo contendo as doações realizadas pelas principais instituições financeiras *dealers*, também agentes financeiros intermediários do BNDES, e pelas empresas financeiras e não financeiras vinculadas aos grupos, na promoção das campanhas eleitorais dos dois principais candidatos à presidência em 2010.

Tabela 47 - Brasil, *Dealers*, Grupos e Financiamento eleitoral - 2010 - Em R\$

<i>Dealers do período/ Empresas do grupo</i>	CFN (PT)	DN* (PT)	Dilma (PT)	CFN (PSDB)	DN* (PSDB)	Serra (PSDB)
Banco Bradesco S.A.	---	1.760.000	---	---	575.000	---
Bradesco (Grupo)	40.000	10.730.000	---	---	7.550.000	---
Banco do Brasil S.A.	---	---	---	---	---	---
Banco Itaú Unibanco S.A.	---	---	4.000.000	---	---	4.000.000
Banco BTG Pactual S.A.	1.500.000	---	---	1.000.000	500.000	---
BTG Pactual (Grupo)	3.000	250.000	---	---	---	---
Banco Santander (Brasil) S.A.	1.000.000	---	---	1.000.000	---	---
Caixa Econômica Federal	---	---	---	---	---	---
Banco HSBC S.A.	---	---	---	---	---	---
Banco Votorantim S.A.	---	---	---	---	---	---
Votorantim (Grupo)	3.500.000	---	---	2.630.000	---	---
Banco Citibank S.A.	---	---	---	---	---	---
TOTAL	6.043.000	12.740.000	4.000.000	4.630.000	8.625.000	4.000.000
TOTAL POR PARTIDO		22.783.000			17.255.000	

Fonte: TSE. Elaboração própria.

* Diretório Nacional

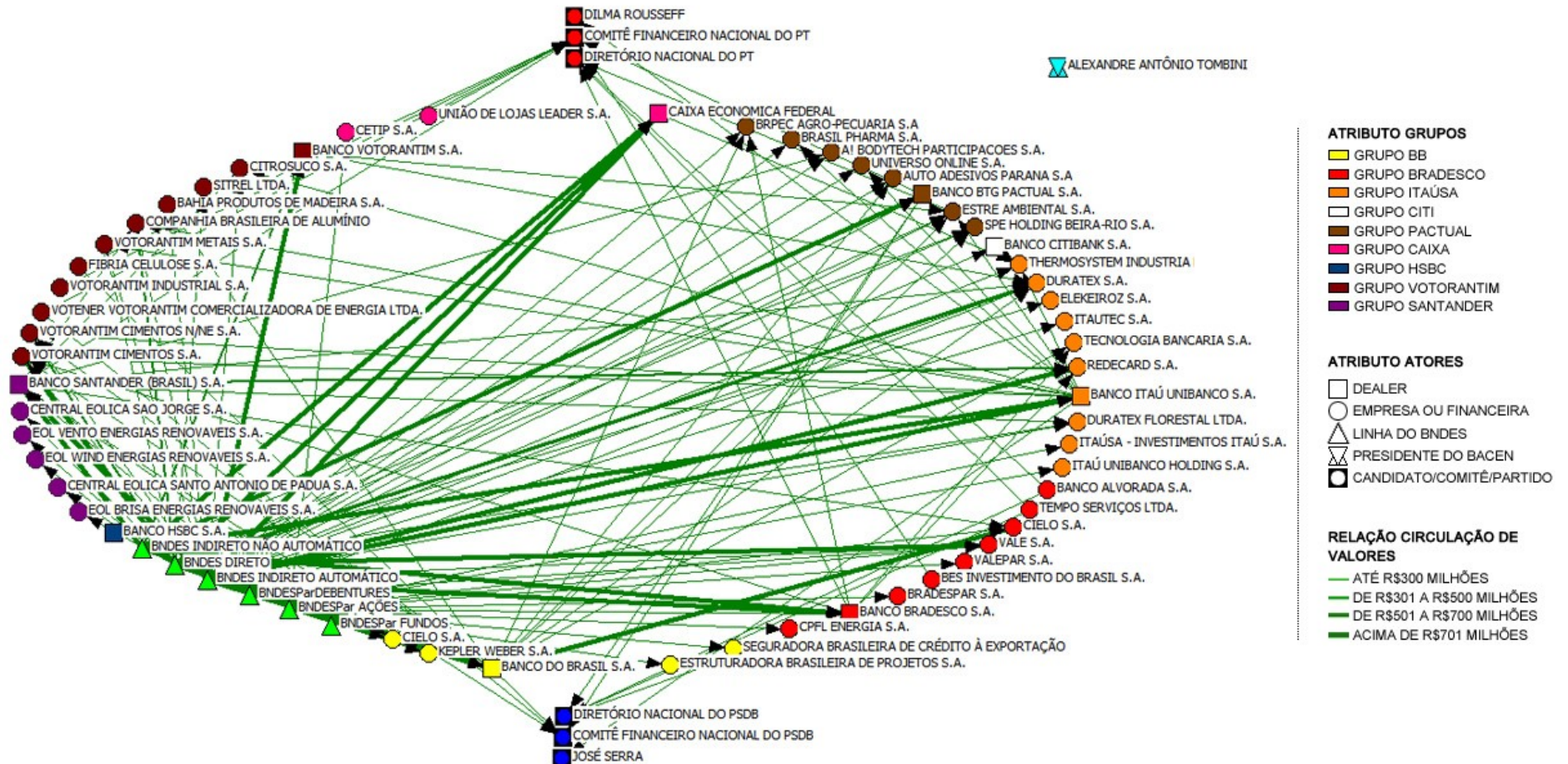
De modo geral, observamos um novo crescimento do financiamento das campanhas eleitorais no período em questão. Na relação investigada, em 2002 foi doado pelos atores considerados um total de R\$ 10,143 milhões, em 2006, R\$ 17,739 milhões e, em 2010, R\$ 40 milhões. O crescimento verificado, nesse sentido, evidencia um importante campo de disputa por hegemonia pelas diferentes frações de classe, especialmente quando analisamos as doações realizadas pelas principais instituições financeiras *dealers* do período.

A instituição financeira *dealer* que mais destinou recursos à campanha eleitoral de 2010 foi o Banco Itaú Unibanco, doando R\$ 4 milhões para cada um dos dois principais candidatos ao pleito. O Banco BTG Pactual e o Banco Santander (Brasil) doaram R\$ 1,5 milhão e R\$ 1 milhão, respectivamente, para cada um dos dois principais partidos/candidatos. Nos três

casos mencionados, verificamos a continuidade da tendência de aporte igual às duas principais candidaturas. Apenas o Banco Bradesco não apresentou este comportamento, destinando R\$ 1,76 milhão ao Diretório Nacional do PT, e R\$ 575 mil ao Diretório Nacional do PSDB. As demais instituições analisadas não fizeram contribuições diretas às campanhas de 2010.

Considerando as doações realizadas pelas empresas vinculadas aos grupos econômicos e/ou financeiros analisados, verificamos que houve maior doação ao partido/candidata do PT, Dilma, quase R\$ 4 milhões a mais quando em relação às doações recebidas pelo partido/candidato do PSDB, Serra. O grupo que demonstrou maior contribuição de suas empresas no financiamento privado das campanhas eleitorais de 2010 foi o Grupo Bradesco, destinando R\$ 10,770 milhões para o partido/candidata do PT, e R\$ 7,550 milhões para o partido/candidato do PSDB. As empresas do Grupo Votorantim foram responsáveis por doar o total de R\$ 6,130 milhões, sendo R\$ 3,5 milhões ao partido/candidata do PT e R\$ 2,6 milhões ao partido/candidato do PSDB. As empresas do Grupo BTG Pactual realizaram doações no valor de R\$ 253 mil somente ao partido/candidata do PT.

No que se refere ao presidente do Bacen, Dilma indica e nomeia o economista Alexandre Antônio Tombini, servidor concursado e em exercício no órgão desde 1998, tendo este se afastado apenas por alguns períodos para atuar junto ao FMI, conforme apontado. Como Tombini não possuía vínculos com empresas e instituições financeiras privadas, o inserimos no sociograma como novo ator, ainda que sem conexão com os demais atores na rede estudada.

Sociograma 8 - *Dealers*, rede de financiamento do BNDES e doações eleitorais - 2010

Fonte: Elaboração própria. Obs.: 1) A Cielo S.A. consta nos grupos Bradesco e BB, pois ambos possuem 28,65% das ações da empresa. 2) Ainda que o Grupo Bradesco tenha mantido seus investimentos na Vale, segundo Dias (2018, p. 277), o BNDESPar e a Litel Participações (empresa controlada pela PREVI) possuíam, em 2014, 60,52% das ações da Valepar (controladora da Vale). No entanto, seguindo os materiais consultados, mantivemos a empresa no Grupo Bradesco, sem nos furtarmos desta observação.

Junto ao aumento dos valores destinados ao financiamento privado de campanhas eleitorais para presidência no ano de 2010, verificamos o aumento do número de empresas e financeiras vinculadas aos grupos econômicos e/ou financeiros nos quais os principais *dealers* do período referente ao final do primeiro governo Dilma também se vinculavam. No entanto, o número de empresas presentes na rede e efetivamente doadoras se mantém em 12 na eleição de 2010, como ocorreu em 2006, ainda que os valores doados registrados tenham sido maiores.

No período referente ao primeiro governo Dilma, verificamos, por meio das diferentes métricas disponibilizadas pelo Ucinet 6, a centralidade das principais instituições financeiras *dealers*. No que se refere ao *indegree*, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal receberam o maior índice, se destacando com as principais instituições financeiras captadoras dos recursos do BNDES. No *outdegree*, os bancos do Brasil, Santander (Brasil) e Itaú Unibanco se destacaram como os principais intermediários financeiros, distribuindo recursos do BNDES aos demais atores contidos no interior da rede delimitada. Com relação ao *betweenness*, os bancos do Brasil e Santander (Brasil) receberam o primeiro e o segundo maiores índices, respectivamente, indicando estas instituições como as maiores captadoras e intermediadoras dos recursos do BNDES dentro da rede. Importante mencionar que o Banco Santander (Brasil), que não fizera nenhuma doação direta às duas principais candidaturas nas eleições presidenciais de 2002 e de 2006, compartilhou a posição de centralidade com o Banco do Brasil na rede de financiamento do BNDES durante o primeiro governo Dilma, tendo contribuído com doações ao partido/candidata do PT em 2010, de igual modo como fez ao partido/candidato do PSDB.

Para Tombini, que esteve à frente do Bacen até 2016, não foram localizados vínculos formais com o mercado financeiro, antes e depois de sua passagem pelo órgão. No entanto, os vínculos identificados se referem ao cargo de Assessor Sênior da Diretoria Executiva e de Membro da Diretoria Executiva do FMI entre 2001 e 2005, bem como ao cargo de Diretor Executivo, também no FMI, entre 2017 e 2020. Destacamos que, em 2005, o primeiro governo Lula fez o pagamento antecipado da Dívida Externa brasileira ao FMI, ano em que Tombini retorna ao Bacen no cargo de Diretor de Assuntos Especiais e, posteriormente, de Diretor de Assuntos Internacionais e Diretor de Normas e Organização do Sistema Financeiro. Assim, Tombini não se conecta à rede de financiamentos do BNDES no primeiro governo Dilma, mas a uma organização internacional com a qual o Brasil possuía relações de prestador e prestatário, com acordos de renegociação da dívida e de ajustes nas políticas fiscal e econômica do país.

5.4.4. Governo Dilma 2 (2015 a 31/08/2016)

Do mesmo modo, a rede elaborada para o segundo governo Dilma é composta pelas principais instituições financeiras *dealers* do período, as empresas vinculadas aos mesmos grupos beneficiárias dos financiamentos do BNDES e as que realizaram doações às campanhas eleitorais às duas principais candidaturas à presidência em 2014, as diferentes formas de apoio do BNDES e os vínculos do presidente do Bacen no período com empresas e/ou financeiras presentes na rede, antes e após a passagem pelo cargo.

A partir dos dados divulgados pelo TSE, organizamos diferentes planilhas no Excel, separando as doações realizadas aos Comitês Financeiros Nacional, aos Diretórios Nacional e aos candidatos Aécio e Dilma. Analisando as doações efetuadas em 2014, verificamos que houve maior preferência da fração de classe representante do grande capital financeiro pelo partido/candidato do PSDB, Aécio. Na tabela abaixo, observamos também que houve o crescimento das doações realizadas, tanto pelas instituições financeiras analisadas, quanto pelas empresas vinculadas aos seus grupos.

Tabela 48 - Brasil, *Dealers*, Grupos e Financiamento eleitoral - 2014/Dilma - Em R\$

<i>Dealers do período/ Empresas do grupo</i>	CFN (PT)	DN (PT)	Dilma (PT)	CFN (PSDB)	DN (PSDB)	Aécio (PSDB)
Banco Bradesco S.A.	---	---	---	---	---	---
Bradesco (Grupo)	---	1.650.000	12.750.000	---	8.775.000	3.750.000
Banco do Brasil S.A.	---	---	---	---	---	---
Banco Itaú Unibanco S.A.	---	---	4.000.000	---	---	4.000.000
Itaúsa (Grupo)	---	---	1.000	---	---	400.000
Banco BTG Pactual S.A.	---	900.000	6.250.000	7.500.000	1.150.000	---
BTG Pactual (Grupo)	---	1.350.000	5.000.000	750.000	1.150.000	---
Banco Santander S.A.	---	1.100.000	---	---	3.850.000	---
Caixa Econômica Federal	---	---	---	---	---	---
Banco Safra S.A.	---	1.000.000	1.000.000	---	930.000	---
Safra (Grupo)	---	1.230.000	2.750.000	---	3.230.000	---
Banco JP Morgan S.A.	---	---	---	---	---	---
Banco Citibank S.A.	---	---	---	---	---	---
TOTAL	---	7.230.000	31.751.000	8.250.000	19.085.000	8.150.000
TOTAL DO PARTIDO		38.981.000			35.485.000	

Fonte: TSE. Elaboração própria.

No pleito de 2002, os *dealers* e as empresas vinculadas a seus grupos doaram R\$10,1 milhões às duas principais candidaturas presidenciais; em 2006 foram R\$ 17,7 milhões; passou para R\$ 40 milhões em 2010 e R\$ 74,4 milhões na eleição de 2014. Um aumento nominal de 700% em relação aos valores doados em 2002. O crescimento, em nossa compreensão,

evidencia, novamente, o processo eleitoral como um importante campo de disputa por hegemonia pelas frações de classe da classe dominante.

A instituição financeira *dealer* que mais doou à campanha eleitoral em 2014 foi o Banco BTG Pactual, R\$ 15,8 milhões, sendo R\$ 7,1 milhões ao partido/candidata do PT e R\$ 8,6 milhões ao partido/candidato do PSDB⁴³. A segunda instituição financeira que realizou grandes doações foi o Banco Itaú Unibanco, sendo R\$ 4 milhões para cada uma das duas principais candidaturas. Em terceiro ficou o Banco Santander (Brasil), doando R\$ 1,1 milhão ao partido/candidata do PT e R\$ 3,8 milhões ao partido/candidato do PSDB, e, em quarto lugar, ficou o Banco Safra, doando R\$ 2 milhões ao partido/candidata do PT e R\$ 930 mil ao partido/candidato do PSDB. Como as principais instituições financeiras *dealers* que fizeram doações destinaram grande parte dos recursos ao PSDB, sendo R\$ 14,2 milhões ao partido/candidata do PT e R\$ 17,3 milhões ao partido/candidato do PSDB, acreditamos ter ocorrido maior preferência destes por um governo do PSDB, diferente da eleição de 2010⁴⁴.

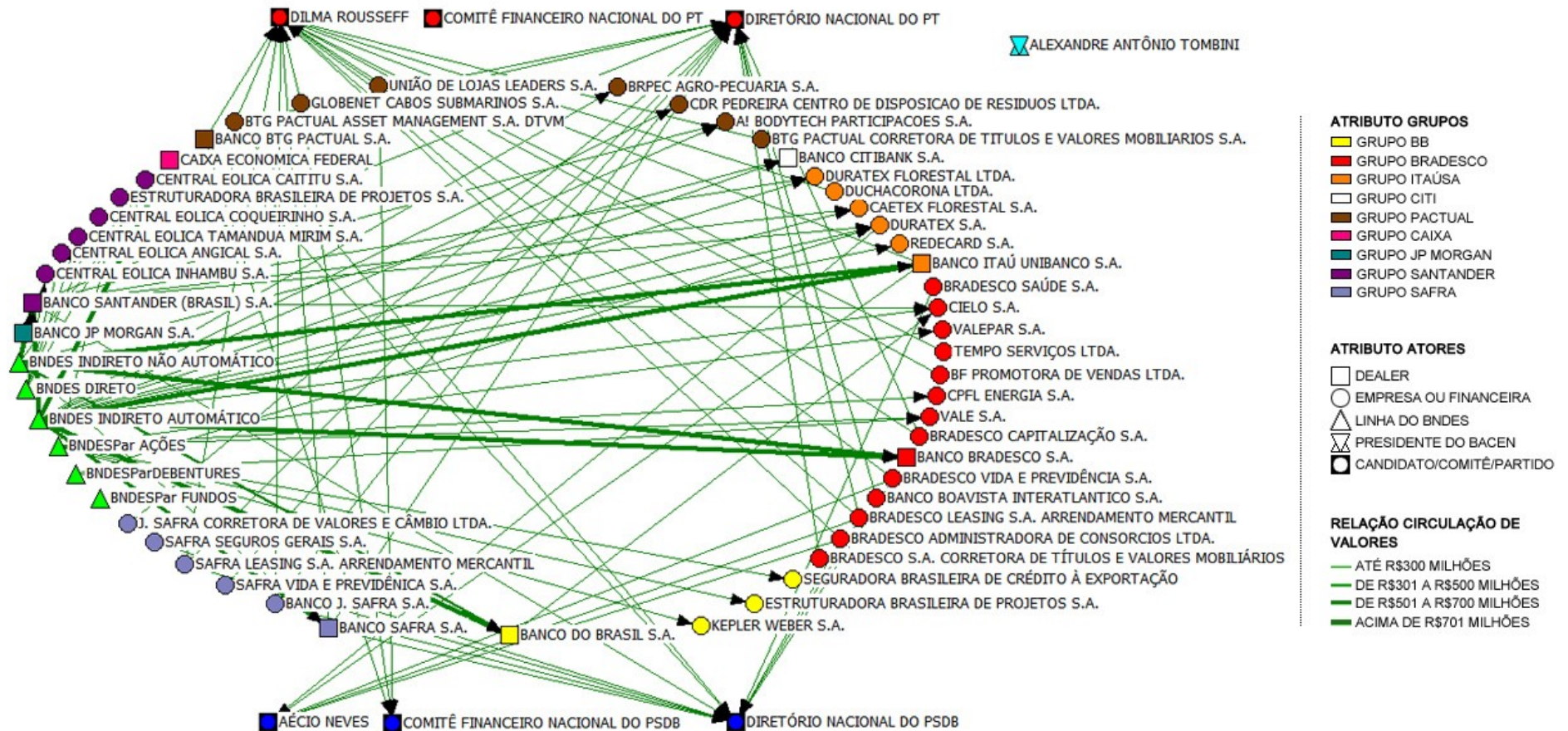
Analisando as empresas dos grupos econômicos e/ou financeiros da rede, verificamos que as empresas do Grupo Bradesco foram as que mais doaram às campanhas das duas principais candidaturas, R\$ 26,9 milhões, dos quais R\$ 14,4 milhões foi ao partido/candidata do PT e R\$ 12,5 milhões ao partido/candidato do PSDB. O segundo maior grupo doador foi o Grupo BTG Pactual, R\$ 8,2 milhões, sendo R\$ 6,3 milhões ao partido/candidata do PT e R\$ 1,9 milhões ao partido/candidato do PSDB. O terceiro foi o Grupo Safra, R\$ 7,2 milhões, dos quais R\$ 3,9 milhões foi ao partido/candidata do PT e R\$ 3,2 milhões ao partido/candidato do PSDB. Assim, na perspectiva dos grupos estudados, houve maior preferência pelo PT.

No que se refere ao presidente do Bacen, Dilma, durante o seu segundo mandato, mantém Tombini no cargo. No sociograma abaixo, inserimos Tombini, ainda que este não apresentasse conexões com os demais atores na rede estudada, sistematizamos as informações referente as doações efetuadas e analisamos as relações existentes entre os atores, por meio do fluxo de financiamentos do BNDES e das doações realizadas às campanhas em 2014.

⁴³ Veículos de comunicação, como O Globo (GÓES, 2015, n.p.), apontam a doação de R\$ 9,5 milhões do banco à Dilma. No entanto, no cálculo realizado não consideramos o BTG Pactual CTVM S.A, empresa vinculada ao grupo, mas somente a doação realizada pelo Banco BTG Pactual S.A.

⁴⁴ Importante considerar que, embora Dilma fosse favorita nas eleições de 2014, as pesquisas eleitorais indicavam a realização de um segundo turno. Logo no início da campanha, Marina, do PSB, aparecia, segundo as pesquisas de intenção de voto, na frente do candidato Aécio, do PSDB, na disputa com Dilma. Esse cenário levou diversas empresas a realizar doações também para Marina, como no caso do Banco Itaú Unibanco, que doou R\$ 2 milhões à Eduardo Campos, uma semana antes de sua morte.

Sociograma 9 - Dealers, rede de financiamento do BNDES e doações eleitorais - 2014/Dilma



Fonte: Elaboração própria. Obs.: A Empresa Estruturadora Brasileira de Projetos S.A. S.A. consta nos Grupos BB e Santander, pois ambos possuíam 11,11% das ações da empresa no período.

Como apontamos, na representação acima consideramos Tombini como presidente do Bacen no período referente ao segundo governo Dilma. Ilan Goldfajn foi empossado no cargo em 09 de junho de 2016, antes da data do julgamento final do processo de impeachment de Dilma, em 31 de agosto de 2016. No entanto, no momento da posse de Ilan, a presidente Dilma encontrava-se impedida de governar desde 12 de maio de 2016, e a indicação e nomeação do novo presidente do Bacen foi realizada pelo vice-presidente, Michel Temer. Por este motivo, os dados referentes à Ilan Goldfajn serão incluídos na próxima seção.

Junto ao aumento dos valores destinados ao financiamento privado das campanhas em 2014, verificamos o aumento do número de empresas financeiras e não financeiras doadoras vinculadas aos grupos nos quais os principais *dealers* do período se vinculavam, passando de 12 empresas na campanha de 2006 e 2010, para 24 na de 2014. Deste total, 15 eram empresas financeiras, 7 eram não financeiras e 2 eram fundos, sendo o Bradesco Vida e Previdência S.A. e Safra Vida e Previdência S.A. A doação pelos fundos, por sua vez, indica a utilização de recursos dos trabalhadores e investidores aplicados em previdência complementar, sob administração e gestão das instituições financeiras. Nestes fundos, os investidores e trabalhadores não possuem gerência sobre as aplicações a serem realizadas pela instituição, ficando a cargo de uma equipe de técnicos administradores e gestores. O total doado proveniente dos dois fundos identificados na rede foi de R\$ 10,3 milhões, sendo R\$ 4,1 milhões doados ao partido/candidata do PT, e R\$ 6,2 milhões doados ao candidato/partido do PSDB.

Conforme observado no capítulo anterior, as medidas de centralidade apontaram algumas modificações nos papéis dos bancos na rede em análise. No pleito, onde a maior parte do financiamento privado realizado pelos principais *dealers*, também agentes financeiros intermediários do BNDES, se destinou à campanha eleitoral do partido/candidato do PSDB, os bancos privados assumiram a centralidade na rede de financiamentos do BNDES durante o segundo governo Dilma. No período, verificamos, por meio das diferentes métricas disponibilizadas pelo Ucinet 6, que os bancos Itaú Unibanco, Santander (Brasil) e Bradesco obtiveram o maior *indegree*, ou seja, maior entrada de fluxo financeiro do BNDES, e o Banco Santander (Brasil) registrou o maior *outdegree*, repassando grande parte dos recursos captados do BNDES às empresas inseridas na rede. Quanto ao *betweenness*, o Banco do Santander (Brasil) se destacou novamente como o ator ponte, intermediando grande parte dos recursos do BNDES no interior da rede.

Importante mencionar que o Banco Santander (Brasil) aumentou a doação realizada às campanhas eleitorais, passando de R\$ 2 milhões em 2010, para R\$ 4,9 milhões em 2014, sendo a maior parte destinada à campanha de Aécio. O Banco Itaú Unibanco manteve a mesma quantia

doadas às campanhas de 2010 em 2014, sendo R\$ 4 milhões aos dois principais partidos/candidatos, e o Banco Bradesco, que doou R\$ 2,3 milhões às duas principais candidaturas em 2010, não realizou doações para estas em 2014.

Diferentemente do primeiro governo Lula, onde pode ter ocorrido maior diálogo entre as frações de classe do bloco no poder, especialmente com a fração representante do capital financeiro com a nomeação de Meirelles na presidência do Bacen, Dilma mantém Tombini no cargo durante o seu segundo mandato, que continuou a receber fortes críticas do mercado financeiro. O direcionamento de grande parte das doações ao candidato do PSDB, a manutenção de Tombini no Bacen e a centralidade assumida pelas instituições financeiras privadas na rede investigada pode ter desencadeado um conflito entre o governo e o mercado financeiro, auxiliando no impulsionamento do processo que levaria à deposição da presidente eleita, Dilma.

Ressaltamos que até setembro de 2015, 37 pedidos de impeachment tinham sido protocolados na Câmara dos Deputados. No entanto, o então presidente da Câmara dos Deputados, Eduardo Cunha do PMDB, mesmo partido do vice presidente Michel Temer, acolhe o pedido redigido por Hélio Bicudo, sem partido na época, e pelos advogados Miguel Reale Júnior do PSDB e Janaina Conceição Paschoal, filiada ao PSL em 2018. Tal fato nos leva a crer que no início do segundo mandato de Dilma já havia um alinhamento do setor financeiro com o PSDB e o PMDB e a definição de manobras para a deposição da então presidente eleita.

No pedido de impeachment protocolado e acatado por Cunha, Dilma foi acusada de pedaladas fiscais. O termo ficou conhecido como o mecanismo que consistia em atrasar o repasse de verba aos bancos públicos e privados, em especial ao que se refere ao pagamento de financiamento de programas sociais, como o Bolsa Família, por exemplo, com vistas a apresentar um resultado favorável de superávit primário. Como o mecanismo foi considerado uma ação de “empréstimo” do governo, estes foram concedidos em afronta ao Artigo nº 36 da Lei de Responsabilidade Fiscal, que proíbe a tomada de empréstimo pela União por entidade do sistema financeiro por ela controlada. O processo culminou com a deposição da presidente em 31 de agosto de 2016, assumindo o vice presidente, Michel Temer, até o final de 2018.

5.4.5. Governo Temer (01/09/2016 a 2018)

A rede elaborada para o governo Temer é composta pelas principais instituições financeiras *dealers* que atuaram no mercado de títulos públicos no período, os grupos econômicos e/ou financeiros nos quais estes *dealers* se vinculavam, as empresas financeiras e não financeiras vinculadas aos mesmos grupos beneficiárias dos financiamentos do BNDES e as que realizaram doações aos dois principais partidos/candidatos à presidência em 2014, as

diferentes formas de apoio do BNDES, e os vínculos do presidente do Bacen com empresas presentes na rede, antes e após a passagem pelo cargo.

Como o vice-presidente assumiu a presidência, elaboramos a rede de financiamentos do BNDES incluindo os principais *dealers* do período referente ao governo Temer. Neste processo, verificamos a saída dos bancos JP Morgan e Citibank, e a entrada do Banco Votorantim na rede. Desse modo, a tabela abaixo contém os valores doados às duas principais candidaturas na eleição de 2014 pelas principais instituições financeiras *dealers*, também principais agentes financeiros intermediários do BNDES, e pelas empresas financeiras e não financeiras vinculadas aos grupos que esses *dealers* também se vinculavam.

Tabela 49 - Brasil, *Dealers*, Grupos e Financiamento eleitoral - 2014/Temer - Em R\$

<i>Dealers</i> do período/ Empresas do grupo	CFN (PT)	DN (PT)	Dilma (PT)	CFN (PSDB)	DN (PSDB)	Aécio (PSDB)
Banco Bradesco S.A.	---	---	---	---	---	---
Bradesco (Grupo)	---	1.650.000	10.250.000	---	8.775.000	3.750.000
Banco do Brasil S.A.	---	---	---	---	---	---
Banco Itaú Unibanco S.A.	---	---	4.000.000	---	---	4.000.000
Itaúsa (Grupo)	---	---	1.000	---	---	400.000
Banco BTG Pactual S.A.	---	900.000	6.250.000	7.500.000	1.150.000	---
BTG Pactual (Grupo)	---	1.350.000	5.000.000	750.000	1.150.000	---
Banco Santander S.A.	---	1.100.000	---	---	3.850.000	---
Caixa Econômica Federal	---	---	---	---	---	---
Banco Safra S.A.	---	1.000.000	1.000.000	---	930.000	---
Safra (Grupo)	---	1.230.000	2.750.000	---	3.230.000	---
Banco Votorantim S.A.	---	---	---	---	---	---
Votorantim (Grupo)	---	650.000	700.000	---	---	6.000.000
TOTAL	---	7.880.000	29.951.000	8.250.000	19.085.000	14.150.000
TOTAL DO PARTIDO		37.831.000			41.485.000	

Fonte: TSE. Elaboração própria.

O Banco Votorantim, adicionado devido a sua expressiva participação no mercado de títulos públicos no período, não havia realizado doações diretas aos dois principais partidos/candidatos em 2014. No entanto, as empresas vinculadas ao grupo doaram R\$ 1,3 milhões ao partido/candidata do PT e R\$ 6 milhões ao partido/candidato do PSDB. As empresas do grupo, desse modo, demonstraram o mesmo comportamento observado durante a campanha eleitoral para presidência em 2002, quando apoiaram de forma substancial o candidato do PSDB, Serra, mas diferente do comportamento observado nas eleições de 2006 e 2010, quando destinou maior apoio financeiro ao partido/candidatos do PT, Lula e Dilma, respectivamente.

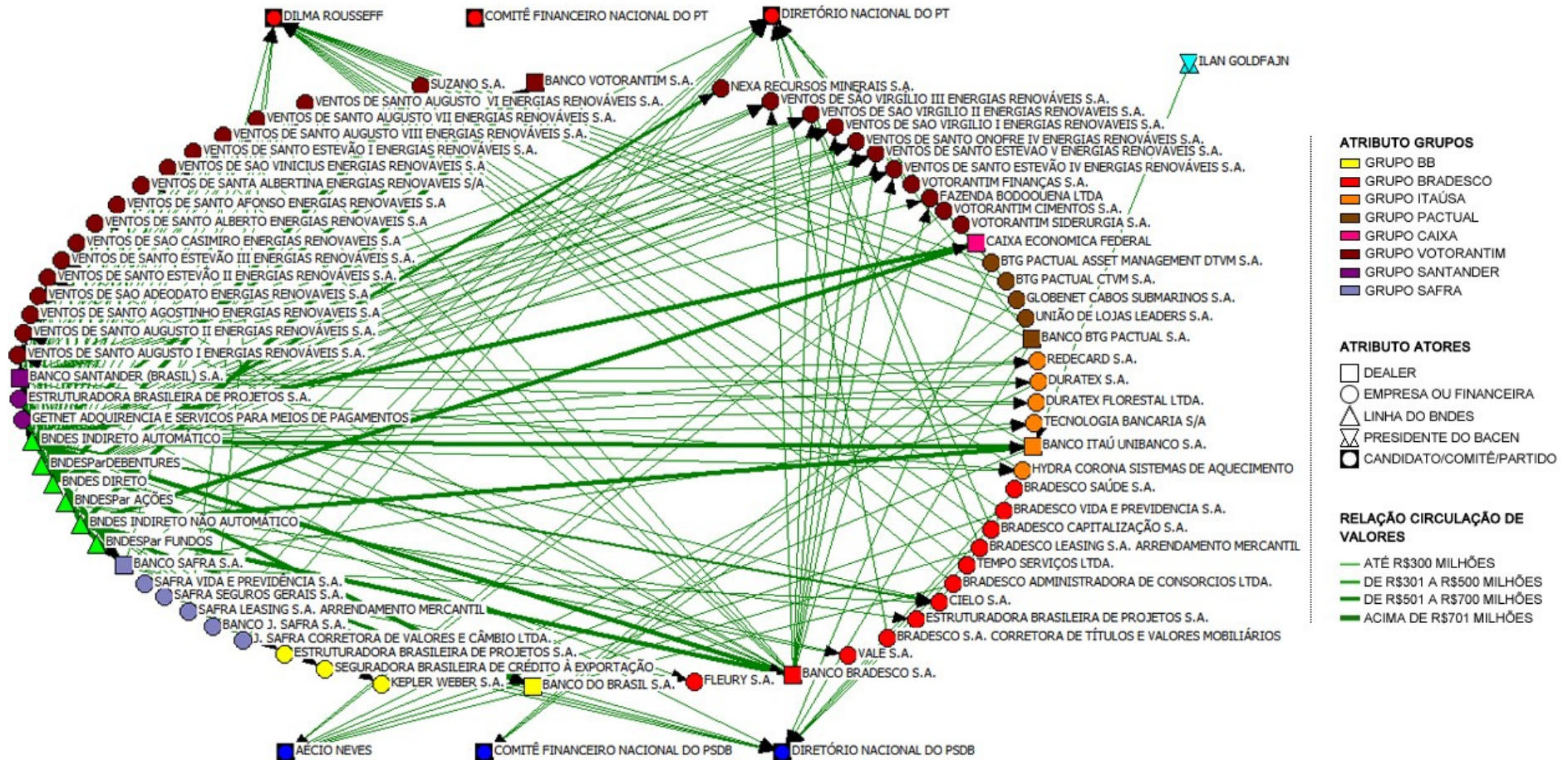
Isto posto, verificamos que, ao considerar os principais *dealers* e empresas no período referente ao governo Temer, houve aumento nas doações, passando de R\$ 74,4 milhões, considerando os *dealers* do segundo governo Dilma, para R\$ 79,3 milhões. Esse valor poderia ser maior, caso a empresa BF Promotora de Vendas LTDA., que doou R\$ 2,5 milhões à Dilma, permanecesse vinculada ao Grupo Bradesco durante o governo Temer. Assim, verificamos que em 2002 foram doados R\$ 10,1 milhões, considerando as doações realizadas às duas principais candidaturas. Em 2006, o valor foi R\$ 17,7 milhões e, em 2010, foi de R\$ 40 milhões.

Durante o processo de impeachment de Dilma, Temer indica e nomeia Ilan Goldfajn à presidência do Bacen, que encerrou seu vínculo como Economista Chefe do Banco Itaú Unibanco. Como mencionado, Ilan foi Sócio e Gestor de Fundos da Ciano Investimentos e Economista e Assessor da Ciano Assessoria Econômica, além de Sócio Economista da Gávea Investimentos. Foi diretor do Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças (IEPE/CdG) e apresentou vínculos com o FMI, o Banco Mundial e as Nações Unidas.

Conforme exposto, o IEPE/CdG possui diversos membros associados e, entre seus membros, encontramos: Pedro Moreira Salles, presidente do Conselho de Administração do Itaú Unibanco Holding S.A; Pérsio Arida, sócio do BTG Pactual; João Roberto Marinho, Vice-Presidente do Conselho de Administração e Vice-Presidente Editorial das Organizações Globo; e Armínio Fraga Neto, sócio fundador da Gávea Investimentos. Como é possível observar, Ilan manteve relações com pessoas ligadas ao Banco Itaú Unibanco e ao Banco BTG Pactual, maiores doadores ao pleito de 2014, além de se relacionar com João Roberto Marinho do Grupo Globo, apoiadora do processo aberto contra Dilma.

No sociograma abaixo, sistematizamos as informações apontadas para a investigação e análise das relações existentes entre os atores da rede elaborada para o governo Temer, por meio da circulação do capital do BNDES e das doações às campanhas eleitorais de 2014.

Sociograma 10 - Dealers, rede de financiamento do BNDES e doações eleitorais - 2014/Temer



Fonte: Elaboração própria. Obs.: A empresa Estruturadora Brasileira de Projeto consta nos grupos BB e Santander, pois estes detinham 11,11% cada do capital da empresa.

De acordo com o sociograma, além do aumento dos valores, quando consideramos os atores presentes na rede de financiamentos do BNDES durante o governo Temer, houve o aumento do número de empresas doadoras na rede, passando de 13 em 2002, para 12 na campanha de 2006 e 2010, e para 24 na campanha de 2014, considerando o segundo governo Dilma, e para 26, considerando o governo Temer. Destas 26 empresas, 15 eram financeiras, 9 eram não financeiras, e 2 eram fundos, sendo o Bradesco Vida e Previdência S.A. e Safra Vida e Previdência S.A, como apontado.

No período referente ao governo Temer, verificamos, por meio das diferentes métricas disponibilizadas pelo Ucinet 6, que a centralidade na rede foi exercida, em sua maior parte, pelas instituições financeiras privadas. Os bancos Bradesco, Santander (Brasil) e Caixa Econômica Federal tiveram o maior *indegree*, ou seja, a maior quantidade de entrada de fluxo financeiro do BNDES, e os bancos Santander (Brasil) e Bradesco registraram maior *outdegree*, ou seja, foram os maiores intermediários financeiros da rede. Já com relação ao *betweenness*, os bancos Santander (Brasil) e Bradesco se destacaram os atores pontes no exercício da intermediação dos recursos do BNDES no interior da rede. Conforme comentamos na seção anterior, em 2014, o Banco Santander (Brasil) aumentou a doação realizada, passando de R\$ 2 milhões em 2010, para R\$ 4,9 milhões em 2014. Ainda que, dentro da configuração analisada, os bancos BTG Pactual e Itaú Unibanco tenham realizado as maiores doações, trata-se do momento em que Banco Santander (Brasil), ao doar, demonstra uma provável preferência por uma das duas principais candidaturas ao pleito, a de Aécio Neves do PSDB.

Diferentemente de Dilma que mantém Tombini, servidor concursado, na presidência do Bacen, Temer indica e nomeia Ilan Goldfajn. Os vínculos profissionais de Ilan, especialmente com Banco Itaú Unibanco, segundo maior doador na rede, podem ter auxiliado na manutenção do diálogo entre governo e mercado financeiro. Como visto no terceiro capítulo, a partir de 2016 houve o aumento do resultado líquido das principais instituições financeiras atuantes no Brasil, fato que fortalece uma possível confirmação desta hipótese.

5.5. VISÃO GERAL DA ARS APLICADA AO FINANCIAMENTO ELEITORAL

A luz dos preceitos teóricos e metodológicos erigidos neste capítulo, verificamos que o financiamento privado de campanhas eleitorais para escolha do representante do executivo federal no Brasil entre 2002 e 2014 foi um importante instrumento na disputa por hegemonia pelas frações de classe do bloco no poder, especialmente pela fração de classe representante do grande capital financeiro. A identificação das principais instituições financeiras *dealers* do

mercado de títulos públicos, também principais agentes financeiros intermediários dos desembolsos do BNDES Indireto, já havia demonstrado a existência da concentração de duas importantes atividades ligadas ao sistema financeiro, sendo o mercado de títulos e o mercado de crédito do BNDES, em um pequeno grupo de instituições financeiras.

Também já havíamos constatado que no processo de financiamento do Estado, por meio da venda de títulos públicos, e no processo de financiamento proporcionado pelo Estado, via atuação do BNDES, houve obtenção de lucro pelas instituições financeiras por meio do recebimento de juros e taxas contratadas nas operações de aquisição destes ativos, e com a apropriação de parte do lucro realizado no processo de circulação do capital, via cobrança de juros e *spread* bancário, considerando a atividade de intermediação financeira.

Assim, verificamos neste capítulo que a circulação do capital financeiro entre Estado e instituições financeiras e o crescimento do resultado líquido das instituições analisadas podem estar relacionados ao crescimento e ao direcionamento das doações realizadas às campanhas eleitorais investigadas. Em outras palavras, o acúmulo e a concentração de capital financeiro por estas instituições e o incremento nas doações efetuadas, conforme demonstra a tabela a seguir, pode ter possibilitado o aumento da influência política destas instituições, por meio da promoção de candidatos alinhados aos seus interesses particulares e com o estabelecimento de compromissos futuros, dentro de uma provável lógica de cooperação entre futuro governo e representantes do grande capital financeiro.

Com o detalhamento proposto, demonstramos, ao longo do capítulo, a relação entre o aumento das doações realizadas às duas principais candidaturas e a centralidade das instituições financeiras doadoras na rede de financiamentos do BNDES. Constatamos que as instituições financeiras participantes do financiamento privado das campanhas eleitorais analisadas foram as instituições que assumiram a centralidade na rede investigada durante o período do governo eleito, intermediando maior quantidade de recursos às empresas presentes no interior da rede e contribuindo para a centralização dos recursos do BNDES nos mesmos grupos. A exceção foi observada durante o segundo governo Lula e o primeiro governo Dilma, quando o Banco do Brasil assumiu a centralidade no processo de intermediação financeira dentro da rede.

Para facilitar a visualização dos dados, elaboramos a tabela a seguir sistematizando às doações realizadas pelas instituições financeiras estudadas às duas principais candidaturas nas eleições de 2002, 2006, 2010 e 2014, organizando os valores de acordo com o partido político.

Tabela 50 - Brasil, *Dealers*, Grupos, Financiamento eleitoral e Eleições presidenciais (2002, 2006, 2010 e 2014) - Em R\$

<i>Dealers</i> do período/ Empresas do grupo	Ano Eleitoral/Partidos									
	2002		2006		2010		2014 – Dilma*		2014 – Temer**	
	PT	PSDB	PT	PSDB	PT	PSDB	PT	PSDB	PT	PSDB
Banco Bradesco S.A.	---	---	---	---	1.760.000	575.000	---	---	---	---
Bradesco (Grupo)	500.000	500.000	2.525.000	1.250.100	10.770.000	7.550.000	14.400.000	12.525.000	11.900.000	12.525.000
Banco Itaú S.A.;	250.000	2.200.000	3.500.000	3.500.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000
Banco Itaú Unibanco S.A.										
Itaúsa (Grupo)	---	3.000	---	6.778	---	---	1.000	400.000	1.000	400.000
Banco Santander (Brasil) S.A.;	---	---	---	---	1.000.000	1.000.000	1.100.000	3.850.000	1.100.000	3.850.000
Banco Santander S.A.;										
Banco Santander Banespa S.A.										
Santander (Grupo)	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Banco Pactual S.A.;	---	---	---	---	1.500.000	1.500.000	7.150.000	8.650.000	7.150.000	8.650.000
UBS Pactual S.A.;										
Banco BTG Pactual S.A.										
BGT Pactual (Grupo)	---	---	---	---	253.000	---	6.350.000	1.900.000	6.350.000	1.900.000
Banco Votorantim S.A.	---	---	---	---	---	---	***	***	---	---
Votorantim (Grupo)	950.223	4.790.673	3.336.104	1.021.066	3.500.000	2.630.000	***	***	1.350.000	6.000.000

Fonte: TSE. Elaboração própria. Obs.: Concentramos as doações realizadas aos Comitês, aos Diretórios Nacional e aos Partidos na legenda de cada partido.

* Considerando a composição dos grupos ao final do segundo governo Dilma.

** Considerando a composição dos grupos ao final do governo Temer.

*** O Banco Votorantim S.A. não se destacou durante o segundo governo Dilma como *dealer* do mercado de títulos públicos e, por este motivo, não foi incluído na tabela.

Analisando o volume dos recursos doados às campanhas eleitorais e o volume dos desembolsos do BNDES Indireto intermediados em cada governo, nos chamou atenção a atuação do Banco Itaú Unibanco. No pleito de 2002, o Banco Itaú se destacou como a instituição financeira que mais doou às campanhas eleitorais, destinando o total de R\$ 2,45 milhões aos dois principais partidos/candidatos. No período referente ao primeiro governo Lula, a mesma instituição financeira se destacou como o maior intermediário dos desembolsos do BNDES Indireto, movimentando mais de R\$ 8,137 bilhões. Nas eleições ocorridas em 2006, o Banco Itaú foi novamente a instituição financeira que mais doou às campanhas dos dois principais partidos/candidatos, totalizando R\$ 7 milhões. No período referente ao segundo governo Lula, tal instituição financeira também se destacou por intermediar os desembolsos do BNDES Indireto, movimentando cerca de R\$ 28 bilhões do Banco.

No pleito de 2010, o Banco Itaú Unibanco, considerando a fusão dos bancos Itaú e Unibanco, se destacou novamente como a maior instituição financeira doadora dentre as analisadas, enviando o total de R\$ 8 milhões aos dois principais partidos/candidatos. No período referente ao primeiro governo Dilma, o mesmo banco se destacou também por intermediar R\$ 48,429 bilhões dos desembolsos do BNDES Indireto. O Banco Bradesco apareceu em segundo lugar, doando às campanhas dos dois principais partidos/candidatos R\$ 2,335 milhões e intermediando R\$ 36,923 milhões do BNDES Indireto.

Já no pleito de 2014, o Banco BTG Pactual assumiu a posição de destaque, doando o total de R\$ 15,8 milhões aos dois principais partidos/candidatos. No entanto, durante o segundo governo Dilma, tal instituição financeira não atuou como agente financeiro intermediário do BNDES Indireto e a posição de destaque foi assumida pelo Banco Bradesco, intermediando R\$ 6,272 bilhões sem ter feito doações diretas às campanhas eleitorais das duas principais candidaturas. Porém, se considerarmos as empresas vinculadas ao Grupo Bradesco no período, elas se destacaram pelas doações realizadas em 2014, cerca de R\$ 26 milhões, sendo R\$ 14 milhões ao PT e R\$ 12,525 milhões ao PSDB. O Banco Itaú Unibanco, segundo maior doador em 2014, enviando o total de R\$ 8 milhões aos dois principais partidos/candidatos ao pleito, foi o segundo maior intermediário financeiro do BNDES Indireto no período, movimentando R\$ 5,927 bilhões. O Banco Itaú Unibanco assumiu novamente o papel de maior intermediário financeiro durante o governo Temer, movimentando a maior parte dos R\$ 8 bilhões do BNDES Indireto no interior da rede delimitada.

Cruzando estas informações com a movimentação de pessoas na presidência do Bacen no período deste estudo, verificamos que o Banco Itaú e, posteriormente, o Banco Itaú

Unibanco, se destacou como a instituição que mais doou às duas principais candidaturas à presidência da república, como um dos maiores articuladores do mercado de títulos públicos e como um dos maiores intermediários financeiros do BNDES, especialmente nos governos em que uma pessoa com vínculos diretos ou indiretos com a instituição foi indicada e nomeada à presidência do Bacen pelo presidente da república. A exceção apareceu no primeiro governo Dilma, com a indicação e nomeação do funcionário de carreira do Bacen, Tombini, sendo que no período o Banco Itaú Unibanco continuou a manter a sua posição de destaque no mercado de títulos públicos e no mercado de crédito do BNDES.

Durante o segundo governo Dilma, o referido banco perdeu o papel de principal agente financeiro intermediário do BNDES Indireto, movimentando grande parte dos recursos da modalidade não automático, para o Banco Bradesco. A recuperação deste papel pelo Itaú Unibanco coincidiu com a exoneração de Tombini pelo presidente interino, Temer, e com posse do Economista Chefe e Sócio do Banco Itaú Unibanco durante os anos de 2009 a 2016, Ilan Goldfajn, na presidência do Bacen.

Em nossa compreensão, o período em que Dilma ocupou a presidência da república foi o período em que se vivenciou não apenas as consequências de uma recente crise financeira mundial, com efeitos diversos ao Brasil, mas uma crise estrutural do capital, levando a um desequilíbrio de interesses das diversas frações de classe no bloco do poder. Ainda que o Estado brasileiro tenha amparado as grandes empresas e instituições financeiras, o projeto político neoliberal, vislumbrando na crise vivenciada uma oportunidade para uma maior abertura financeira, não foi totalmente contemplado. O Estado interferiu na economia por meio dos bancos públicos, forçando a redução dos juros praticados no mercado, mesmo que ao custo do crescimento da inflação, de acordo com a perspectiva da política monetária em vigor.

Investigando as doações realizadas aos dois principais candidatos/partidos pelos atores dispostos na rede de financiamentos do BNDES, verificamos que, no contexto de disputa por hegemonia pelos representantes do grande capital financeiro e da retomada da centralidade na rede pelas instituições financeiras privadas, sobretudo pelos bancos Itaú Unibanco, Bradesco e Santander (Brasil), houve o aumento do financiamento privado por essa fração de classe realizado à campanha do candidato/partido do PSDB. Considerando a soma das doações realizadas pelas principais instituições financeiras que se destacaram como *dealers* do mercado de títulos públicos e como agentes financeiros intermediários do BNDES no período do segundo governo Dilma, constatamos a doação de R\$ 3,18 milhões a mais ao partido/candidato do PSDB, em relação à quantia doada ao partido/candidata do PT.

No entanto, ao observamos o comportamento das empresas vinculadas aos grupos nos quais as instituições financeiras analisadas se vinculavam, a relação se inverte. Na eleição de 2014, foram doados R\$ 6,676 milhões a mais ao partido/candidata do PT, considerando a composição dos grupos ao final do segundo mandato de Dilma. Assim, do ponto de vista das empresas vinculadas aos grupos presentes na rede de financiamentos do BNDES delimitada, houve preferência pelo governo do PT. A desvantagem do partido/candidata do PT, tomando como base as doações realizadas pelas instituições financeiras analisadas, parece ter sido compensada pelas doações realizadas pelas empresas vinculadas aos grupos nos quais tais instituições financeiras também se vinculavam.

Considerando o processo eleitoral e o financiamento privado de campanhas eleitorais como um dos espaços e um dos instrumentos de disputa de hegemonia, nos questionamos se o comportamento das instituições financeiras e das empresas vinculadas aos seus grupos trata-se da expressão dos distintos interesses em conflito, ou então, da coordenação destes interesses entre diferentes atores. É sabido que após a vitória, Dilma mantém Tombini na presidência do Bacen, que enfrenta os reflexos do aumento da inflação no período, sem sucesso. Com a sua deposição e a assunção do cargo por Temer, Ilan se torna o presidente do Bacen. Dentre suas ações, Temer, como presidente da república, diminui a capacidade de empréstimos do BNDES, devolvendo antecipadamente os recursos repassados ao Banco pelo TN, e substitui a TJLP pela TLP, como apontamos no terceiro capítulo. Dessa forma, podemos entender que a diminuição dos empréstimos e a equalização dos juros do Banco com os juros praticados no mercado não atendem aos interesses das empresas vinculadas aos grupos, especialmente das não financeiras. Assim, a disputa por hegemonia no processo eleitoral poderia estar evidenciando a relação contraditória e conflituosa vivenciada também no interior dos próprios grupos.

Porém, é importante considerar que dentre as empresas doadoras, grande parte eram empresas financeiras vinculadas aos grupos, como a Bradesco Capitalização S.A., a Bradesco Leasing S.A., BTG Pactual CTVM S.A., BTG Pactual Asset Management DTVM S.A., J. Safra Corretora de Valores e Câmbio Ltda. e Safra Leasing S.A., por exemplo, que compõem braços importantes das instituições financeiras analisadas. Diferentemente do que poderia ser entendido como uma nova subfração da classe representante do capital financeiro, trata-se, em nossa compreensão, do grande capital financeiro e suas diversas formas de articulação no setor. Assim, considerando as doações realizadas pelas empresas financeiras, como demonstra os sociogramas, o atendimento dos interesses desta fração de classe nas políticas econômicas adotadas pelo governo Temer e o crescente resultado líquido destas instituições, sobretudo do

Banco Itaú Unibanco, exceto entre 2015 e 2016, podemos compreender que houve uma provável coordenação entre instituições e empresas financeiras via doações eleitorais. Na prática, tratou-se de garantir doações a todas as possibilidades de êxito no pleito, retirando a orientação política do próprio processo democrático representativo.

De modo geral, entendemos que a atuação do setor financeiro no financiamento privado das campanhas eleitorais incluídas neste estudo tenha contribuído para a escolha do presidente da república e para a nomeação de pessoas do mercado financeiro em importantes cargos do governo, bem como para a composição e para a manutenção de uma elite econômica entre os próprios partidos. Ainda que a nova reforma política e eleitoral proíba o financiamento privado de campanhas eleitorais por pessoas jurídicas, as doações realizadas por pessoas físicas, limitadas a 10% de seus rendimentos brutos em relação ao ano anterior ou a bens no limite total de R\$ 80 mil, tende a ampliar a existência desta elite no sistema político, com a promoção de candidatos com recursos próprios e/ou conhecidos pelo grande público. A busca por candidatos e apoiadores com recursos individuais pode intensificar a consolidação de uma clientela politicamente definida em torno de interesses próprios, evidenciando a continuidade do peso do dinheiro nas campanhas e tornando a dinâmica do processo eleitoral, como um dos campos de disputa de hegemonia entre as diversas frações de classe, ainda mais elitista e classista.

Nesse contexto, a manutenção do sistema de endividamento público do país, a centralidade assumida pelas instituições financeiras privadas no mercado de crédito, em especial no mercado de crédito do BNDES, o crescimento dos resultados líquidos dos principais bancos atuantes no Brasil, a desassociação da rentabilidade dos títulos públicos e da taxa de juros efetivamente praticados no mercado da taxa básica de juros da economia, a Taxa Selic, se projetam como a realização de parte dos interesses da fração de classe representante do grande capital financeiro. No próximo capítulo discutimos a influência política desta fração de classe, analisando as políticas monetária e fiscal nos diferentes governos estudados, e indicamos como possíveis objetos de análise alguns instrumentos utilizados para a extensão desta influência ao conjunto da sociedade, visando a ampla legitimação do desmonte do direito do trabalho e social e a diminuição dos investimentos em educação, saúde e seguridade social.

5.6. CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO

A partir dos pressupostos teóricos e metodológicos da ARS, investigamos e analisamos a rede de financiamentos do BNDES, incluindo em suas delimitações atores que

participaram do financiamento privado das campanhas eleitorais realizadas em 2002, 2006, 2010 e 2014 e que se ligavam, formalmente, aos demais atores presentes na rede. Além das empresas financeiras e não financeiras doadoras e vinculadas aos grupos econômicos e/ou financeiros identificados, acrescentamos os presidentes do Bacen, o órgão responsável por definir as políticas monetárias e supervisionar o sistema financeiro nacional. Para tal, conectamos os presidentes do Bacen às redes por meio de seus vínculos profissionais, anteriores e/ou posteriores à assunção do cargo, discutindo o mecanismo da porta giratória, metáfora utilizada para se referir à crescente circulação de pessoas ligadas ao mercado financeiro privado em importantes e estratégicos cargos do governo e vice-versa.

Em outras palavras, neste capítulo demonstramos novas relações estabelecidas entre o Estado e as principais instituições financeiras atuantes no país por meio do exame da circulação do capital financeiro. Utilizamos as sistematizações realizadas nos capítulos anteriores acerca das instituições financeiras mais atuantes no mercado de títulos públicos, como *dealers*, e no mercado de crédito do BNDES, como agentes financeiros intermediários, investigando a atuação destas, bem como das empresas vinculadas aos seus grupos, no financiamento privado de campanhas eleitorais destinadas à eleição do presidente da república.

Compreendendo o processo eleitoral como um dos campos de disputa por hegemonia, analisamos as relações entre as doações realizadas, os partidos/candidatos que receberam o apoio financeiro, o partido/candidato vencedor, a centralidade das instituições financeiras doadoras na rede de financiamentos do BNDES e os presidentes do Bacen nomeados em cada governo, a fim de responder à pergunta expressa no primeiro capítulo: Tais instituições financeiras, ou empresas vinculadas aos seus grupos, financiaram campanhas para presidência da república e atuaram com seus representantes na presidência do Bacen no período?

De modo mais específico, realizamos uma série de consultas ao SPCE disposto no sítio eletrônico do TSE, nossa fonte primária, e coletamos dados referentes aos valores doados às campanhas de 2002, 2006, 2010 e 2014. A partir da organização dos valores e das informações referentes às empresas doadoras, identificamos as empresas vinculadas aos grupos nos quais os principais *dealers* de cada período também se vinculavam. Assim, elaboramos tabelas com informações sobre os valores destinados aos dois principais partidos/candidatos em cada eleição e sociogramas para cada governo, incluindo novos atores na rede de financiamentos do BNDES.

Analisando a disputa eleitoral para a escolha do presidente da república nos diferentes governos que compuseram o período deste estudo, verificamos um aumento progressivo das doações realizadas às campanhas eleitorais, bem como um aumento considerável dos valores

doados pelas instituições financeiras identificadas como principais *dealers* do mercado de títulos públicos e agentes financeiros intermediários do BNDES. Verificamos também expressivas doações efetuadas pelas empresas, financeiras e não financeiras, vinculadas aos grupos nos quais as instituições analisadas também se vinculavam.

Na eleição de 2014, constatamos diferenças entre as preferências por determinado partido/candidato no interior dos grupos estudados. Por um lado, encontramos as principais instituições financeiras destinando maior apoio ao partido/candidato do PSDB. Por outro lado, observamos as empresas vinculadas aos grupos destinando maior apoio financeiro em doações ao partido/candidata do PT. Analisando as empresas doadoras, verificamos que, a maior parte, era composta por empresas financeiras, estritamente vinculadas às instituições financeiras analisadas. Desse modo, aventamos como hipótese uma provável articulação no interior dos grupos no apoio às possibilidades de êxito no pleito, criando um compromisso futuro com o partido/candidato(a) vitorioso(a), qual seja, como uma das estratégias da fração de classe representante do grande capital financeiro pela conquista de hegemonia no bloco do poder.

Verificamos, neste capítulo, que o processo eleitoral tem representado um importante campo e o financiamento privado de campanhas, um estratégico instrumento das frações de classe na disputa por hegemonia na classe dominante. Relacionando os doadores das duas principais candidaturas em cada ano eleitoral analisado com a dinâmica da rede de financiamentos do BNDES do governo correspondente, observamos que as instituições financeiras privadas assumiram posição de centralidade na rede e intermediaram maior quantidade dos recursos do BNDES para os demais atores, no momento em que o presidente do Bacen, indicado e nomeado pelo presidente da república eleito, apresentava vínculos diretos ou indiretos, antes e/ou após assumir o cargo, com o sistema financeiro privado. Ainda que a trajetória profissional não possa determinar, isoladamente, condutas específicas, o movimento mencionado pode ser percebido especialmente na deposição de Dilma e na assunção do cargo por Temer. No segundo governo Dilma houve queda no resultado líquidos das principais instituições financeiras atuantes no Brasil, como apontamos. O crescimento foi recuperado a partir de 2016, coincidindo com o período do governo Temer, com Ilan no Bacen.

Projetando sua atuação à esfera política, a fração de classe representante do grande capital financeiro ampliou, em diversos momentos, a sua influência sobre os governos. A seguir, abordamos a política monetária e fiscal nos diferentes governos estudados e indicamos, como possíveis objetos de análise, alguns instrumentos que podem ser utilizados para a extensão desta influência ao conjunto da sociedade.

6. O ESTADO E O GRANDE CAPITAL FINANCEIRO

Conforme exposto no capítulo anterior, um dos instrumentos utilizados no processo de disputa por hegemonia pelas frações de classe que compõem a classe dominante, ou o bloco do poder, refere-se ao financiamento privado de campanhas eleitorais destinadas à escolha do representante do executivo federal. Constatamos que a indicação e a nomeação de pessoas pelo presidente da república para importantes cargos no governo pode mobilizar diferentes frações de classe no apoio aos candidatos e partidos durante os pleitos eleitorais, e impactar na dinâmica de circulação do capital financeiro na rede de financiamento do BNDES.

Neste capítulo, analisamos a influência política da fração de classe representante do grande capital financeiro, em suas relações com o Estado e a partir dele, investigando as políticas monetária e fiscal adotadas pelos diferentes governos analisados no presente estudo. Para tal, buscamos compreender, inicialmente, o contexto de aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal e da adoção do Tripé Macroeconômico no Brasil, seus principais conceitos e seus diferentes arranjos nos governos Lula, Dilma e Temer. Abordamos a mudança do papel do Bacen que, definindo a Taxa Selic via Copom, se propõe a controlar a inflação no país, dentro das metas definidas pelo CMN, e discutimos os impactos no orçamento da União ocasionados pela dominância da política monetária sobre a política fiscal. Refletimos sobre o contexto de aprovação do Novo Regime Fiscal, via Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016, e sobre as estratégias utilizadas na legitimação das restrições orçamentárias.

Indicamos, como possíveis objetos de análise, alguns instrumentos que podem ser utilizados por essa fração de classe, em constante processo de disputa por hegemonia, para conversão da hegemonia restrita, circunscrita ao nível político, em hegemonia ampliada, atingindo o conjunto da sociedade. Analisamos as implicações da transferência dos resultados primários do governo, o chamado superávit primário, ao pagamento dos juros e serviços da dívida, em detrimento da qualidade da prestação de serviços públicos essenciais à população, em destaque à mais carente. Por fim, trazemos algumas considerações finais sobre o capítulo.

6.1. A POLÍTICA MONETÁRIA NO TRIPÉ MACROECONÔMICO

6.1.1. A adoção do Tripé Macroeconômico no Brasil

O chamado Tripé Macroeconômico refere-se a um conjunto de políticas econômicas que ganharam destaque no período pós Guerra Fria, momento em que o liberalismo econômico

passou a auferir maior espaço entre os países emergentes, como os da América Latina, que almejavam o desenvolvimento econômico a partir da manutenção de uma taxa de inflação baixa. Segundo Bresser-Pereira (2013, p. 8), tratou-se do chamado “Novo Consenso Econômico”, resumido num conjunto de políticas macroeconômicas dominante nos meios universitários ortodoxos ou neoclássicos da década de 1990, logo após o monetarismo ter sido considerado incapaz de orientar as ações dos bancos centrais.

De modo geral, a teoria monetarista⁴⁵ mencionada por Bresser-Pereira enfatiza o papel da política monetária no alcance da estabilidade macroeconômica e no desenvolvimento econômico do país, prevendo o uso de instrumentos de controle da oferta de moeda e de outros meios de pagamento. A definição de metas para o crescimento da base monetária teria como pressuposto a compreensão de que a demanda por moeda seria insensível à taxa de juros, ao contrário do que previa a teoria keynesiana, onde a taxa de juros, representando o custo de oportunidade de se reter a moeda, alteraria a sua demanda por motivos especulativos, implicando o aumento ou a diminuição da inflação. Para os monetaristas, a moeda seria apenas um meio de pagamento, sendo o descompasso entre a sua oferta e a oferta de produtos umas das principais razões para a variação no nível dos preços, ou seja, no índice de inflação.

No novo consenso econômico, o Estado, por meio de seus bancos centrais, ao aumentar a sua base monetária na economia estaria contribuindo efetivamente para o aumento da inflação. Nessa compreensão, a política de metas para a inflação deveria ser central, sendo a política de juros o único instrumento legítimo dos bancos centrais para o alcance da estabilidade macroeconômica, ao invés das metas para o aumento da oferta monetária. Assim, a meta para a inflação poderia ser alcançada com ajustes na taxa básica de juros, elevando-a, quando a inflação ultrapassasse a meta, ou reduzindo-a, quando a inflação estivesse abaixo da meta.

Segundo Bresser-Pereira, o Tripé Macroeconômico, dentro do novo consenso, seria constituído por três conceitos genéricos, sendo eles: 1) superávit primário; 2) câmbio flutuante e 3) meta de inflação. Estes, entretanto, resultariam em dois parâmetros e em um único objetivo de interesse de uma coalizão política neoliberal, composta por capitalistas rentistas e financistas. Nas palavras do autor “Os dois parâmetros são uma taxa de juros nominal a mais alta possível e uma taxa de inflação a mais baixa possível; o objetivo final é uma taxa de juros real elevada, que remunere os capitalistas rentistas e os financistas que administram sua riqueza” (BRESSER-PEREIRA, 2013, p. 9). Neste aspecto, o autor nos atenta que, ainda que o

⁴⁵ A teoria monetarista recebeu importantes contribuições da Teoria Quantitativa da Moeda de Irving Fisher e foi aperfeiçoada pelos estudos de Milton Friedman.

controle da inflação seja viabilizado por meio do controle da taxa básica de juros pela autoridade monetária do país, os juros reais, ou seja, os juros efetivamente praticados no mercado, podem se manter elevados, remunerando vantajosamente o grande capital financeiro.

O modelo chega ao Brasil em 1999 durante o segundo governo FHC e depois da implantação do Plano Real. Antes da sua adoção, no entanto, a política cambial era responsável pelo controle da inflação e a política de juros era responsável pelo balanço de pagamentos no país, conforme abordaremos. No período, a estabilização da nova moeda, o Real, se pautou no regime de câmbio fixo, com o governo estipulando um valor para o dólar dos EUA e com o Bacen operando para a manutenção deste valor. Com um dólar dos EUA sendo suficiente para a compra de 84 centavos de Real, houve o crescimento da entrada de produtos importados no Brasil, conduzindo a uma baixa de preços e ao desaceleramento da inflação. Ainda que o câmbio fixo tenha se mostrado suficiente para o controle da inflação no período, a arquitetura econômica erigida para a sua sustentação trouxe consequências à economia brasileira.

Em razão da artificialidade do câmbio e da sobrevalorização do Real pelo governo brasileiro, os agentes econômicos seguiram comprando dólares dos EUA, fazendo com que o Bacen operasse de forma intensa na compra e venda desta moeda, usando boa parte das suas reservas internacionais para sustentar o preço do câmbio. No contexto internacional, o início da crise da Rússia e dos Tigres Asiáticos, somados à desconfiança sobre a sustentação do valor do Real, provocou o afastamento progressivo dos investidores do Brasil. Uma das soluções encontradas para atrair dólares dos EUA e manter os investimentos no país foi a elevação da taxa básica de juros da economia, a Taxa Selic, melhor remunerando os títulos públicos brasileiros na época. A sustentação do regime de câmbio fixo, sobrevalorizando o Real e desvalorizando o dólar dos EUA, provocou uma maior entrada de produtos, serviços e capital estrangeiro, desequilibrando a Balança Comercial e, por conseguinte, a Balança de Pagamentos.

De modo geral, o fluxo de capital registrado atualmente na Balança de Pagamentos do Brasil é realizado a partir de duas contas específicas. A primeira trata-se da Conta de Capital e Financeira, incluindo os investimentos diretos, os investimentos em carteira, os derivativos e outros investimentos. A segunda se refere à Conta de Transações Correntes e inclui: o saldo da Balança Comercial, considerando os valores arrecadados sobre as exportações e importações de bens; o saldo de serviços, considerando serviços não-fator (frete, seguros, entre outros), serviços de capital (juros e remessas de lucros, incluindo a dívida pública) e serviços de mão de obra (remessa de trabalhadores do exterior); e as transferências unilaterais.

Para o equilíbrio da Balança de Pagamentos, a soma das duas contas supracitadas precisa equivaler a zero. O saldo positivo neste cálculo pode ser destinado ao pagamento dos serviços da dívida e/ou às reservas do país. Quando o saldo da Balança de Pagamentos é negativo, pode-se emitir títulos públicos para atrair capital estrangeiro, aumentando a dívida externa e diminuindo as reservas internacionais. Quando estas reservas não se apresentam suficientes para tais operações, recorre-se a organismos multilaterais e instituições financeiras para contratos de empréstimos. Nos governos FHC, considerando o período de 01/1995 a 12/2002, a Balança de Pagamentos do Brasil acumulou déficit de US\$ 0,09 bilhão. As reservas internacionais que acumulavam US\$ 51,8 bilhões em 1995, passaram para US\$ 37,8 bilhões em 2002, de acordo com dados do Bacen. Assim, além de não conseguir incrementar as reservas no período, o governo FHC as utilizou, em boa parte, para a manutenção do câmbio fixo.

Em função do contexto político e econômico brasileiro, da baixa nas reservas internacionais do Brasil e do cenário de crise internacional, com a crise dos mercados emergentes, foram realizados acordos com o FMI, sendo o primeiro celebrado em novembro de 1998 com a previsão de ajuda financeira de US\$ 41,5 bilhões, momento em que as reservas internacionais sofriam queda de US\$ 7,2 bilhões. Deste total, US\$ 18 bilhões foram recursos do FMI e US\$ 9 bilhões foram provenientes do Banco Mundial e do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), além de um montante de US\$ 14,5 bilhões advindos da cooperação de países da União Europeia, Estados Unidos, Japão e Canadá, segundo Manfrini (2002, n.p.).

O acordo com o FMI previa, até o final de 2001, ajustes fiscais, transparência na gestão do orçamento público e no uso das reservas internacionais, e adoção de metas de superávit primário, ou seja, de metas para obtenção de resultados positivos entre receitas e despesas primárias, excetuando do cálculo os gastos com pagamento dos juros da dívida pública. De modo geral, a receita primária, também chamada de receita não financeira, é decorrente da atividade fiscal do governo, incluindo as receitas tributárias, as transferências de outros entes públicos, os royalties, entre outros. Já as despesas primárias, também chamadas de despesas não financeiras, referem-se aos custos necessários à manutenção dos serviços públicos, como as despesas correntes com pessoal e encargos sociais, as despesas com custeio, as transferências constitucionais, desconsiderando, no entanto, o pagamento de empréstimos e financiamentos.

A implementação do Tripé Macroeconômico pelo governo FHC, pautado nos acordos realizados com o FMI, foi uma das atribuições do então presidente do Bacen, Armínio Fraga. O Brasil, neste novo modelo, passaria a seguir três diretrizes macroeconômicas básicas, sendo: 1) a adoção do câmbio flutuante, ou seja, o câmbio se pautaria na oferta e na procura da moeda,

sofrendo intervenções do governo apenas para atenuar a sua volatilidade⁴⁶; 2) a adoção de metas para a inflação pelo CMN que, contando com a participação do presidente do Bacen, se encarregaria de estipular um centro, um piso e um teto para a meta. O Copom, presidido pelo presidente do Bacen, se encarregaria de definir a Taxa Selic a cada 45 dias, usando a meta de inflação definida pelo CMN como base⁴⁷; e 3) a adoção de metas fiscais pelo governo prevendo a obtenção de superávit primário, devendo, o poder executivo, descrever os valores a serem arrecadados e os valores a serem gastos na Lei Orçamentária Anual (LOA), a ser votada na Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização, e em sessão plenária conjunta do Congresso Nacional.

Com a adoção do câmbio flutuante, confirmou-se a sobrevalorização do Real, que variou de R\$ 1,32 para R\$ 1,98 entre 15 e 28 de janeiro de 1999. O câmbio, neste novo modelo, deixou de funcionar como instrumento de controle da inflação e passou a funcionar como instrumento de controle da Balança de Pagamentos. A taxa de juros, por sua vez, deixou de atuar no controle da Balança de Pagamentos para operar como instrumento de controle da inflação. Armínio Fraga, em entrevista concedida ao Programa Roda Viva, em 14 de junho de 1999, apresentou as linhas gerais do que viria a ser a estrutura da política econômica brasileira, incluindo as políticas cambial, monetária e fiscal, com as seguintes palavras:

Antes o Governo dizia para a taxa de câmbio: 'Você toma conta da inflação.' e dizia para a taxa de juros: 'Você toma conta do balanço de pagamentos.', que é um regime de taxa de câmbio fixa. Hoje nós estamos escalando o time de forma diferente. Nós estamos dizendo para taxa de câmbio: 'você toma conta do balanço de pagamentos' e para taxa de juros: 'você toma conta da inflação'. Agora, nada disso funciona sem uma boa política fiscal (FRAGA, 1999).

De acordo com Gobetti e Amado (2011, p. 145), o acordo realizado com o FMI em 1998, contendo a adoção de programas de ajustamento da Balança de Pagamentos do Brasil, previa metas para a contenção do crédito interno líquido, reduzindo o consumo para diminuir a inflação e reequilibrar as contas externas. No entanto, o Fundo constatou que as metas para o crédito líquido eram atingidas, mas com expressivo crescimento dos gastos públicos, ancorado no aumento da emissão de títulos e, por conseguinte, no aumento do endividamento. Tratou-se, para os autores, do efeito *crowding out*⁴⁸ que, segundo a abordagem neoclássica, ocorre quando

⁴⁶ O processo em que o governo intervém na variação da moeda recebe o nome de flutuação suja.

⁴⁷ Em caso de descumprimento da meta, o presidente do Bacen deve se justificar ao ministro da Fazenda em carta aberta, como fez Tombini durante o segundo governo Dilma.

⁴⁸ *Crowding out* pode ser traduzido como efeito de deslocamento ou efeito de expulsão do setor privado.

o aumento dos gastos governamentais, em função da ampliação dos seus investimentos na economia, provoca a diminuição dos investimentos realizados pelo setor privado. Assim, o crescimento dos gastos do governo com os recursos advindos da venda de títulos públicos provocaria a redução dos investimentos privados, pois, o aumento dos juros, tornando os títulos públicos mais atrativos, anularia total ou parcialmente a expansão econômica almejada, fazendo com que a despesa pública crescesse sem o aumento proporcional do PIB.

A partir desta compreensão, o FMI passou a acompanhar a política fiscal do Brasil, estabelecendo metas e escolhendo o indicador fiscal a ser monitorado. Para Gobetti e Amado (2011, p. 145), a escolha do Fundo pelo critério primário, excluindo os juros da dívida pública do cálculo, se traduziu na opção por blindar a política monetária contra ações discricionárias do governo. Em outras palavras, o enxugamento das despesas primárias em nada afetariam as decisões sobre a taxa de juros e, de outro modo, o aumento ou a redução da Taxa Selic pelo Copom não teria impactos diretos no resultado primário que, por sua vez, só poderia atingir superávit com a redução das despesas primárias. Em nossa compreensão, estava ocorrendo a defesa da garantia de solvência do Brasil que, pautada na redução dos investimentos do governo com a redução das despesas primárias, percebia o déficit público gerado com a venda de títulos públicos como etapa do processo de inserção do país no sistema financeiro internacional.

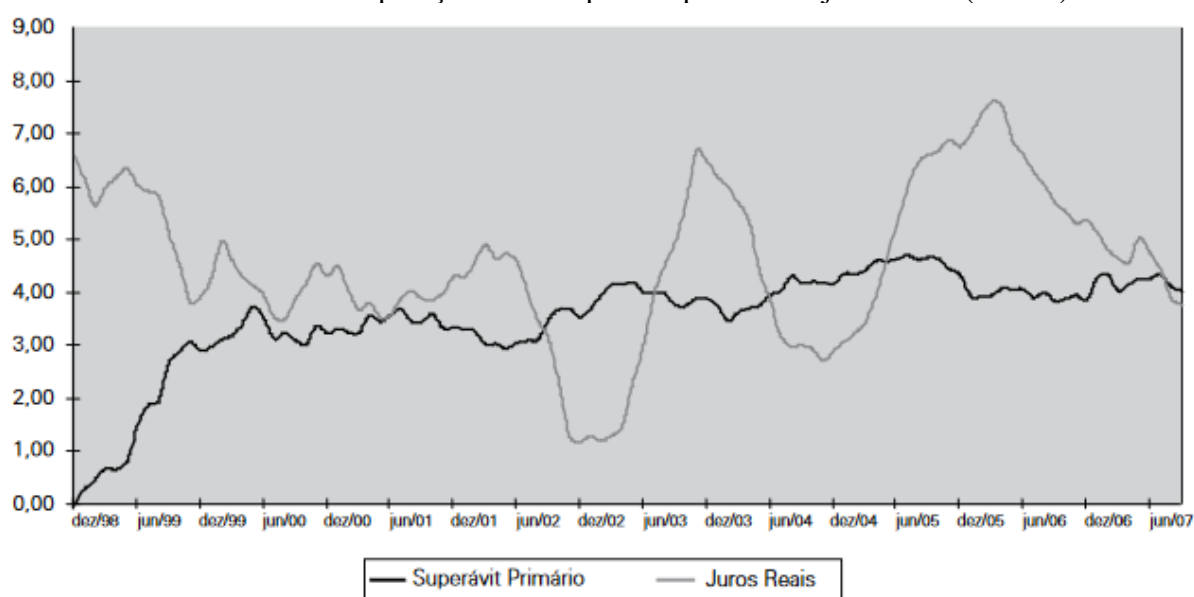
Como os objetivos centrais da política econômica se tornou a estabilização da inflação e a redução dos gastos do governo, a política fiscal foi atrelada à política monetária. A definição das metas de superávit primário passou a ser ajustada de acordo com os aumentos na taxa de juros, evitando que a dívida pública se elevasse em proporção ao PIB. Isso significa que, quando ocorresse o aumento da Taxa Selic em adequação à meta de inflação definida, a meta de superávit primário também deveria ser reajustada, sendo que, para tal, o governo deveria potencializar a redução de suas despesas primárias. “Foi isso precisamente que ocorreu no início do governo Lula, quando as metas de superávit primário foram elevadas de 3,75% para 4,25% do PIB para compensar o aumento dos juros e tentar reverter as expectativas dos agentes econômicos” (GOBETTI; AMADO, 2011, p. 146).

Para os autores, o modelo que prevê a elevação da Taxa Selic junto à meta do superávit primário revela um grande sintoma da dominância da política monetária sobre a política fiscal, pois, ainda que a Balança de Pagamentos se apresente em equilíbrio no país, o aumento da Taxa Selic implica o aumento da meta de superávit primário, sem que a própria situação fiscal do país exija. Para Gobetti e Amado (2011, p. 145), a autoridade fiscal, perdendo a discricionariedade, ou seja, a sua autonomia, nada poderia fazer quanto à trajetória da taxa de

juros, a não ser prevê-la. Assim, considerando que no Brasil quem decide sobre a Taxa Selic decide também, ainda que de forma indireta, sobre as despesas primárias do governo, compreendemos a importância da assunção de pessoas específicas ao cargo de presidência do Bacen. Trata-se dos atores que embasam, durante a execução das funções do cargo, as adequações no orçamento do Estado e a remuneração dos títulos públicos.

Em meados de 2005, houve a defesa da elevação da meta do superávit primário para “relaxamento gradual da política monetária”, o que “permitiria ao país atingir o famoso déficit zero” (GIAMBIAGI, 2005, apud GOBETTI; AMADO, 2011, p. 146). No entanto, o aumento do superávit primário não acompanhou o relaxamento da política monetária com a redução dos juros reais, ou seja, a redução dos juros sem considerar os impactos da inflação. Ao contrário, os juros reais cresceram apesar do comportamento ascendente do superávit, servindo este, na melhor das hipóteses, para cobrir parcialmente o custo mais elevado da dívida, provocado pela elevação dos juros, sem contribuir para sua posterior queda. É o que indica o gráfico abaixo contendo a trajetória do superávit primário e dos juros reais.

Gráfico 154 - Comparação entre superávit primário e juros reais (% PIB)



Fonte: Gobetti; Amado (2011, p. 146).

Entre 2002 e 2007, houve o crescimento das disponibilidades do governo geral, sendo que o saldo da conta única do Tesouro registrou um aumento de 5,97% para 11,74% do PIB. No mesmo período, houve o aumento da dívida interna do país de 48,60% para 59,44% do PIB. A maior parte das disponibilidades registradas foram recursos esterilizados do superávit primário, que poderiam ter sido utilizados para o resgate de títulos da dívida pública. Porém,

ficaram no Bacen, sendo remunerados por uma taxa próxima à Taxa Selic, mas inferior à taxa de juros implícita sobre a dívida pública, de acordo com os autores.

Segundo Gobetti e Amado, a manutenção de tão elevado colchão de liquidez trata-se de outro sintoma da dominância da política monetária sobre a fiscal. “Se o Tesouro Nacional resgatasse seus títulos com as disponibilidades que possui, a liquidez da economia seria elevada na mesma proporção, pressionando a taxa de juros para baixo, a menos que o próprio BC interviesse no mercado para enxugar essa liquidez” (2011, p. 147). No entanto, o que se observou foi o TN administrando a dívida com uma taxa de juros mais elevada do que se exigia, abdicando-se de abater a dívida em decorrência da necessidade de enxugar a liquidez.

Para Bresser-Pereira (2005, p. 14), a afirmação de que uma elevada taxa de juros atrai investidores para a compra de títulos públicos é correta. No entanto, o autor afirma que os grandes bancos que dominam o mercado de títulos não têm alternativa de aplicação de curto prazo de seus recursos senão rolando-os em títulos públicos. É certo que uma grande massa de capital possa encontrar destino no mercado de crédito e se auto remunerar com a cobrança de juros e de *spread* bancário. Mas a compra de títulos públicos garante, além da valorização do capital financeiro, por meio da garantia de rendimentos futuros, como apontado no primeiro capítulo, a segurança do investimento frente às oscilações da economia e do aumento do índice de inadimplência. Os títulos, nesse sentido, sempre serão atrativos aos investidores, ainda que sua remuneração não seja feita a partir de taxas de juros elevadas.

Como exemplo, as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), que responderam por grande parte da dívida pública, especialmente nas décadas de 1990 e de 2000, foram indexadas à própria Taxa Selic, eliminando o risco de descasamento e reduzindo o juro cobrado pelos bancos. Esse tipo de título, que poderia se justificar nos tempos de alta inflação e de alta Taxa Selic, em destaque durante os governos FHC, foi mantido depois da estabilização dos preços, sendo progressivamente substituídos somente a partir de 2007, conforme apontamos.

Junto a adoção do Tripé Macroeconômico durante o governo FHC, houve a aprovação da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, conhecida como a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), estabelecendo normas e regras atinentes às finanças públicas, à responsabilidade na gestão fiscal e à transparência das contas públicas. Na prática, a referida lei representou mais um dispositivo de contenção das iniciativas discricionárias do governo em relação ao uso de seu orçamento, com impactos diretos na trajetória fiscal do país.

6.1.2. A Regra de Ouro e a Lei de Responsabilidade Fiscal

Visando compor um rol de regras e normas para o controle dos gastos públicos e para o endividamento da União, dos estados, do distrito federal e dos municípios, incluindo órgãos da administração direta e indireta, uma série de dispositivos legais que disciplinam a Regra de Ouro da CF/88 foram implantados durante o governo FHC. O inciso III do Artigo nº 167 da CF/88, conhecido como a Regra de Ouro do orçamento público, determina que os orçamentos sejam elaborados a partir do princípio do equilíbrio, vedando, por sua vez, a emissão de títulos públicos em quantidade superior à despesa de capital prevista, ou seja, para investimentos, inversões financeiras⁴⁹ e amortização da dívida, e o direcionamento dos recursos assim obtidos para a cobertura dos gastos correntes do governo. A regra, no entanto, pode ser violada pelo governo, desde que o fato seja motivado ao Congresso Nacional e que por este seja aprovado.

Parte dos gastos correntes do governo, incluídos nas despesas primárias, são despesas obrigatórias, como os salários dos servidores, a previdência social, os repasses constitucionais à educação e à saúde, entre outros. Outra parte se refere às chamadas despesas discricionárias, isto é, facultativas, e incluem melhorias de escolas, hospitais e aporte às pesquisas, por exemplo. Em outras palavras, a Regra de Ouro permite que o governo contraia empréstimos para cobrir as despesas de capital prevista, mas não permite esta contratação para o pagamento das despesas correntes, incluindo as obrigatórias e as discricionárias. Trata-se do princípio do equilíbrio nas finanças que, adotado por países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), como Reino Unido, Japão e Alemanha, pauta-se na compreensão de que as despesas correntes devem ser financiadas por receitas correntes, evitando-se que as futuras gerações se ocupem dos encargos das dívidas que beneficiaram apenas o passado.

A Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), estabelecendo normas e regras atinentes às finanças públicas, à responsabilidade na gestão fiscal e à transparência das contas públicas, regulamentou a CF/88 no que tange à tributação e à distribuição do orçamento, a partir da Regra de Ouro do orçamento público. Aprovada no segundo governo FHC para disciplinar a utilização dos recursos públicos, a LRF estabeleceu limites às despesas e ao endividamento futuro, dentro dos quais os governantes podem gastar, com as possibilidades do orçamento e com um planejamento prévio.

⁴⁹ Segundo a Secretaria da Fazenda do Estado de São Paulo, Inversões Financeiras são despesas com a aquisição de imóveis ou bens de capital já em utilização; aquisição de títulos representativos do capital de empresas ou entidades de qualquer espécie, já constituídas, quando a operação não importe aumento do capital; e com a constituição ou aumento do capital de empresas.

Focada na gestão do Poder Executivo, pois é ele quem exerce a administração primária dos recursos, a LRF possui alguns objetivos. Dentre os principais, destacamos: 1) dispor de mecanismos para que os entes da federação atuem de forma transparente; 2) elaborar um planejamento para o uso dos recursos e vinculá-lo ao Plano Plurianual, à Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e à LOA, previstos no Artigo nº 165 da CF/88; 3) vincular o uso dos recursos à finalidade estipulada, não podendo esse ser destinado à finalidade diferente da descrita; 4) estabelecer um limite para a dívida pública da União, estados, distrito federal e municípios; 5) estabelecer limite para a despesa com pagamentos de salário, incluindo os salários dos servidores ativos, inativos, pensionistas, não podendo ultrapassar 50% da Receita Corrente Líquida (RCL) da União e 60% da RCL dos estados, distrito federal e municípios. A RCL, definida no Inciso IV do Artigo nº 2 da LRF, é composta por receitas tributárias, receitas patrimoniais, contribuições, transferências correntes, entre outros. Uma parte deste valor é destinada pela União aos estados e aos municípios, via transferências constitucionais e demais contribuições previstas em lei. Cada ente federativo possui sua própria RCL, calculada com base no mês de referência e nos 11 meses anteriores.

Com relação ao endividamento, o Artigo nº 29 da LRF especifica que a dívida pública consolidada corresponde ao “montante total, apurado sem duplicidade, das obrigações financeiras do ente da Federação, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito, para amortização em prazo superior a doze meses”. Já a dívida pública mobiliária corresponde aos “títulos emitidos pela União, inclusive os do Banco Central do Brasil, Estados e Municípios”. A definição do limite dívida pública consolidada e da dívida pública mobiliária pelo Senado Federal foi determinada na Resolução nº 40, de 2001, com o limite de 1,2 vezes a RCL aos municípios, e 2 vezes a RCL aos estados e distrito federal.

Os limites para a dívida pública consolidada e para a dívida pública mobiliária da União não foram expressos na resolução citada. No entanto, logo após a aprovação da LRF, a Presidência da República sugeriu que fosse utilizado o limite de 3,5 vezes a RCL da União para a dívida pública consolidada e de 6,5 vezes a RCL para a dívida mobiliária, sendo estes os parâmetros utilizados pelo TCU para análise das prestações de contas do governo. Até o final desta investigação, o TN não havia divulgado nenhuma movimentação do poder legislativo sobre esta definição. O Projeto de Resolução do Senado nº 84, de 2007 e o Projeto de Lei da Câmara nº 54, de 2009 foram arquivados.

A LRF prevê o envio de relatórios referentes ao exercício financeiro ao Tribunal de Contas dos Municípios, ao Tribunal de Contas dos Estados e ao Tribunal de Contas da União

e, no caso de não aprovação, a lei prevê a instauração de inquéritos. Dessa forma, o dispositivo objetiva a prevenção e a correção de desvios que possam afetar o equilíbrio das contas públicas, mediante o cumprimento de metas de resultados entre receitas e despesas, e a obediência dos limites e condições sobre a renúncia de receita⁵⁰, a geração de despesas com pessoal, com seguridade social, com dívidas consolidada e mobiliária, com operações de crédito, inclusive por antecipação de receita, concessão de garantia e inscrição em Restos a Pagar.

Quando o extrapolamento do limite do endividamento é verificado, punições são aplicadas, como o bloqueio das transferências constitucionais, por exemplo, e um prazo é estipulado para a adequação da dívida aos limites regrados. Para evitar que as dívidas geradas prejudiquem uma próxima administração, o Artigo nº 42 da LRF proíbe a contração de dívidas no último ano de mandato, caso ela não possa ser liquidada no mesmo exercício financeiro ou se não houver disponibilidade de caixa para a sua liquidação no exercício seguinte. Há também a proibição do aumento de gastos de pessoal nos 180 dias que antecedem as eleições.

Assim, mesmo que o governo brasileiro, por meio da Regra de Ouro e do conjunto de normas e regras da LRF sobre a utilização do orçamento, atue dentro da compreensão de que os gastos correntes não podem gerar dívidas às gerações futuras, tendo em vista que estas gerações podem não se beneficiar com as contratações realizadas no presente, contraditoriamente, os encargos gerados pela dívida pública, acumulados desde o período da Independência e acentuados nas últimas décadas, além de não terem seus limites determinados, no caso da União, vem sendo socializados com a população, na medida em que a escolha pela redução nas despesas primárias para a obtenção do equilíbrio fiscal dificultam a oferta de serviços públicos de qualidade e priorizam o pagamento da dívida por 20 anos.

Ainda que a socialização no presente dos débitos decorridos dos empréstimos realizados no passado possa ser defendida com base na ideia de que os benefícios gerados por projetos destinados ao desenvolvimento do país são compartilhados entre as gerações, a história nos mostra os diversos insucessos e fracassos nas aplicações destes recursos, em destaque os casos de desvios e de corrupção. Em nossa compreensão, a equidade intertemporal pode ser questionada, pois há socialização com a geração atual dos gastos promovidos no passado, sem contrapartida no presente. Como uma das consequências, há o aumento das desigualdades entre

⁵⁰ De acordo com o Parágrafo 1º, do Artigo 14 da LRF “A renúncia compreende anistia, remissão, subsídio, crédito presumido, concessão de isenção em caráter não geral, alteração de alíquota ou modificação de base de cálculo que implique redução discriminada de tributos ou contribuições, e outros benefícios que correspondam a tratamento diferenciado”.

as pessoas, especialmente entre aquelas que precisam da oferta de serviços públicos, como educação e saúde, por exemplo, e aquelas que os contrata de forma particular.

Desse modo, compreendendo que os principais objetivos da Regra de Ouro e da LRF situam a realidade política e econômica do Brasil num contexto de controle dos gastos públicos e dos déficits orçamentários, estudamos a atuação dos diferentes governos que compuseram este estudo na manutenção do Tripé Macroeconômico, a partir da sua adoção no governo FHC. Entendemos que, neste modelo, o Bacen, dotado de autonomia operacional, passa a estabelecer a taxa básica de juros na economia via Copom e a partir das metas definidas pelo CMN, controlando não apenas a inflação, mas o crescimento do endividamento do país, tendo em vista que a Taxa Selic e o IPCA, junto às taxas contratadas, remuneram os títulos públicos brasileiros.

6.1.3. O Tripé Macroeconômico nos governos Lula, Dilma e Temer

Ao longo do período investigado, verificamos momentos em que as regras do Tripé Macroeconômico foram seguidas de forma rígida, mantendo-se a compreensão de que um ambiente econômico previsível e seguro pudesse atrair mais investidores ao país, e momentos em que as regras do Tripé Macroeconômico foram flexibilizadas, aumentando os déficits orçamentários, a partir da compreensão de que o desenvolvimento possibilitado com a elevação dos gastos públicos poderiam auxiliar, num futuro, o próprio equilíbrio das contas públicas.

Lula, assumindo a presidência do Brasil em 2003, herda os arranjos macroeconômicos dos governos FHC, consolidando-os até o final do seu primeiro mandato e produzindo o maior superávit médio verificado ao longo deste estudo, sendo o maior registrado em 2004, ficando em 2,97%, conforme divulgado pela STN. Ainda que o governo tenha dado continuidade ao conjunto de políticas adotadas pelo governo anterior, membros do PT e lideranças de esquerda pressionaram por mudanças. De outro lado, membros da equipe econômica, incluindo Henrique Meirelles no Bacen e Antônio Palocci no Ministério da Fazenda, pressionaram pela continuidade do modelo e pela independência operacional do Bacen, ou seja, pela liberdade de atuação do órgão para o alcance das metas definidas para a inflação.

De acordo com Oreiro e Dezordi (2006, p. 18), no início do governo Lula a meta oficial de inflação foi definida em 4% pelo CMN. Diante da turbulência ocorrida no mercado cambial em 2002 e do crescimento da inflação no país, implantou-se a meta provisória de 8,5%, tendo a inflação ficado efetivamente em 9,3%, ou seja, acima da meta estabelecida. No primeiro semestre de 2004, a inflação convergiu rapidamente para a meta de 5,5%. O Bacen reduziu os juros, via Copom, de 26% em 2003, para 15,75% em 2004. Porém, o forte crescimento

econômico brasileiro e mundial em 2004 pressionou a inflação em 2005 e o IPCA acumulado atingiu 8,0%, levando o Bacen a subir novamente a taxa de juros. A queda da inflação foi rápida e consistente, passando de 5,69% em 2005, para 3,02% em novembro de 2006.

Durante o primeiro governo Lula, o aumento da meta de superávit primário em relação ao PIB foi cumprido pela política fiscal do país. Todavia, as despesas correntes do governo em relação ao PIB passaram de 16,9% em 2002, para 18,2% em setembro de 2006, e as receitas administradas em relação ao PIB, incluindo o Imposto Importação; o Imposto sobre os Produtos Industrializados; o Imposto de Renda; o Imposto sobre Operações Financeiras; a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social; a Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira; as Contribuições de Intervenção no Domínio Econômico, passaram de 16,3% do PIB para 17,3% no mesmo período. As despesas obrigatórias, incluindo despesas com pessoal e encargos sociais; abono e seguro desemprego; e subsídios, cresceram de 13,9% em 2002, para 15,6% em setembro de 2006. As despesas discricionárias, que representam os gastos facultativos do governo, permaneceram estáveis em 4,0% do PIB no período (OREIRO; DEZORDI, 2006, p. 26).

Isso significa dizer que o alcance da meta definida para o superávit primário não foi resultado da redução dos gastos públicos, mas do aumento das receitas. A elevação dos gastos públicos acompanhou a elevação das despesas obrigatórias. Segundo o estudo do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) (2011, p. 11), nos oito anos de governo Lula foram realizadas 155.334 novas contratações de servidores concursados, sendo que nos oito anos de governo FHC foram realizadas apenas 51.613 novas contratações. Ainda que as despesas discricionárias tenham se mantido estáveis no primeiro governo Lula, conforme indica Oreiro e Dezordi, houve a implantação do Bolsa Família, incorporando programas como o Bolsa Escola, o Cartão Alimentação e o Auxílio Gás iniciados durante o governo FHC, bem como sua ampliação, nos levando a inferir que houve a redução dos recursos de outras rubricas também discricionárias e/ou maior margem de uso do orçamento.

A política cambial se favoreceu das condições de crescimento e da elevada liquidez internacional. Segundo Oreiro e Dezordi (2006, p. 25), no início do primeiro governo Lula as exportações acumuladas em 12 meses representavam cerca de US\$ 60 bilhões e, em outubro de 2006, esse valor ultrapassou os US\$ 135 bilhões. As importações passaram de US\$ 47 bilhões para US\$ 88 bilhões no mesmo período. O saldo da Balança Comercial, desse modo, saltou de US\$ 14 bilhões para US\$ 46 bilhões, possibilitando o incremento das reservas internacionais.

Assim, mesmo com carga tributária elevada e com o aumento dos gastos públicos, a manutenção do Tripé Macroeconômico e da autonomia operacional do Bacen criaram uma atmosfera de estabilidade econômica e de solvência ao Brasil. Tal contexto atraiu investidores e situou o país em posição de destaque no mercado internacional, beneficiando parte da classe produtiva e os representantes do grande capital financeiro. A aprovação da continuidade do governo, nesse sentido, pode ser verificada no aumento do financiamento privado à campanha eleitoral de Lula em 2006, diferentemente do que ocorreu durante o pleito de 2002.

Conforme o capítulo anterior, em 2002 foram doados às duas principais candidaturas R\$ 10,143 milhões e, em 2006, foram doados R\$ 17,739 milhões, um crescimento nominal de quase 60% do financiamento privado. No entanto, comparando os pleitos de 2002 e 2006, verificamos mudanças no comportamento dos doadores. Em 2006, as instituições financeiras analisadas neste estudo fizeram contribuições similares às duas principais candidaturas, sendo que em 2002 o maior apoio foi destinado ao partido/candidato do PSDB. As empresas dos grupos aos quais tais instituições se vinculavam, em destaque do Grupo Votorantim, fizeram maiores contribuições ao partido/candidato do PT em 2006, sendo que em 2002 houve maior doação das empresas dos grupos Votorantim e Itaúsa ao partido/candidato do PSDB.

No início do segundo governo Lula, a conjuntura externa se mostrou favorável à exportação de commodities, possibilitando maior incremento das reservas internacionais. Houve a continuidade do aumento dos gastos públicos obrigatórios, bem como a elevação da oferta de crédito no mercado, com o aumento da carteira do BNDES para a realização de empréstimos com juros subsidiados, a partir dos recursos entregues à gestão do Banco pelo TN. Como exposto no terceiro capítulo, o Programa de Sustentação do Investimento (PSI) de 2009, constituindo carteira específica do Banco, contou com o repasse do Tesouro Nacional ao BNDES de R\$ 532 bilhões, sendo parte entregue na forma de títulos públicos. O BNDES-PSI utilizou taxas de juros equalizadas pelo TN, ou seja, com parte dos juros contratuais coberto pelo TN, e se destinou ao setor industrial, de bens de capital, de exportações e de inovação.

No período, a Caixa Econômica Federal se destacou pela quantidade de recursos recebidos e intermediados do BNDES e o Banco do Brasil se destacou pelos recursos recebidos e intermediados dentro da rede de financiamentos do BNDES delimitada no quarto capítulo. Os bancos públicos, desse modo, assumiram importante papel durante a crise do sistema financeiro internacional, atuando, em especial, no mercado de crédito brasileiro, elevando a participação de 33,7%, em setembro de 2008, para 43,5%, em dezembro de 2009, como mencionado.

O Banco do Brasil elevou a oferta de crédito aos consumidores e às empresas, em especial aos segmentos de comércio exterior e de crédito rural, intensificou a compra de carteiras de crédito de pequenas instituições bancárias e adquiriu, ou finalizou a aquisição, de bancos estaduais, além de promover o corte na taxa de juros, aumentando a sua participação no mercado de crédito de 17,8% em setembro de 2008, para 21,2% em dezembro de 2009. A Caixa Econômica Federal também atuou na expansão das operações de crédito, especialmente no setor habitacional, e no corte das taxas de juros, expandindo a sua atuação de 6,6% em setembro de 2008, para 9,5% em dezembro de 2009. Junto da atuação dos bancos públicos, a redução dos impostos, especialmente do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) sobre os eletrodomésticos, incentivou o consumo e fez com que a economia se mantivesse aquecida no período em que o Brasil enfrentava os reflexos da crise do sistema financeiro internacional.

Desta maneira, a equipe econômica do segundo governo Lula seguiu as regras do Tripé Macroeconômico, cumprindo a meta fiscal para o superávit primário sem, contudo, reduzir os gastos públicos e aumentando, por sua vez, a competitividade de bancos públicos no mercado de crédito. Segundo Rocha (2009 n.p.) em reportagem à Folha de São Paulo: “De janeiro a junho (2009), segundo dados do Tesouro Nacional, o superávit primário do governo federal somou R\$ 18,56 bilhões, uma queda de 70% em relação aos R\$ 61,34 bilhões dos primeiros meses de 2008”. No entanto, ainda que se apresentasse uma considerável diminuição no resultado primário do governo, este não afetou o resultado das eleições de 2010 que colocou Dilma Rousseff na presidência do Brasil como principal sucessora de Lula.

Segundo Nassif (2015, p. 428), com a adoção do Tripé, amparado no “Novo Consenso Econômico”, as autoridades governamentais deveriam guiar suas políticas econômicas com base no princípio de que, para cada objetivo almejado, deveria ser implementado apenas um instrumento de política. No entanto, a partir de 2007 e 2008 observou-se a aplicação do Tripé Flexível que, segundo o autor, tinha por objetivo conciliar a estabilidade econômica alcançada com as regras do Tripé Rígido, abrindo, entretanto, espaço para o crescimento econômico pelo lado da demanda agregada, ou seja, pelo lado da demanda total de bens e serviços por consumidores, empresas, governo, exportadores e importadores.

Se nos fundamentos do Tripé Macroeconômico o crescimento seria o resultado da estabilidade econômica proporcionada pela adoção de regras rígidas, no primeiro governo Dilma a compreensão foi de que a estabilidade econômica seria resultado do crescimento econômico em si, a partir de investimentos realizados pelo governo e em continuidade ao

observado no governo de seu antecessor. A partir de 2011, o governo Dilma adotou um conjunto de políticas, conhecida como Nova Matriz Econômica, e interviu fortemente na economia.

Singer (2015, p. 44), observando uma acentuada inflexão desenvolvimentista, destaca alguns pontos da nova matriz adotada. 1) a redução progressiva dos juros; 2) o uso intensivo do BNDES; 3) a reindustrialização com o lançamento do Plano Brasil Maior em 2011, com a redução do IPI sobre bens de investimento⁵¹ e com a ampliação do Microempreendedor Individual (MEI); 4) a implementação de desonerações das folhas de pagamentos para quinze setores intensivos em mão de obra e, em 2014, para 42 setores; 5) o desenvolvimento de infraestrutura, com o Programa de Investimentos em Logística (PIL), incluindo um pacote de concessões para estimular os investimentos nas rodovias e ferrovias do país; 6) a reforma do setor elétrico, barateando em 20% o preço da eletricidade, reduzindo os custos da indústria e aumentando a sua competitividade em relação aos produtos importados; 7) a desvalorização do Real, minimizando as dificuldades encontradas pela indústria nacional; 8) o controle de capitais, impedindo que a entrada de dólares dos EUA no país valorizasse o Real e prejudicasse a competitividade dos produtos brasileiros; 9) a proteção do produto nacional, com a elevação em 30% do IPI sobre os veículos importados ou com menos de 65% de conteúdo local.

No entanto, as críticas à intervenção estatal vinda das agências internacionais de risco, das instituições oficiais de controle econômico, dos bancos estrangeiros e das corporações multinacionais ao longo de 2013 e 2014 alimentaram o crescimento da desconfiança entre os investidores quanto aos rumos do país. Para estes críticos, o crescimento somente seria possível com a diminuição dos gastos do Estado, via redução das aposentadorias, do corte dos impostos ao empresariado, da reforma das leis trabalhistas e do aumento das privatizações. No discurso defendido pela classe representante do grande capital financeiro, o abandono das regras rígidas do Tripé Macroeconômico teria causado desarranjos na economia, como o crescimento do PIB de apenas 0,9% em 2012 e o aumento da inflação no mesmo período.

Segundo Vazquez (2020, p. 164), as vitórias do PT, conjugadas com um cenário econômico internacional favorável, foram responsáveis pelo fortalecimento político da grande burguesia interna, cujo auge foi evidenciado no primeiro mandato de Dilma. A Nova Matriz Econômica, que visava, entre outros, o aumento do investimento privado e o atendimento dos segmentos da grande burguesia interna, sobretudo a industrial, não alcançou seus objetivos, retrocedendo em suas medidas ainda no decorrer do primeiro governo Dilma. Segundo autor, o

⁵¹ Bens de investimento são os bens físicos que são usados por uma empresa para fabricar produtos que são vendidos a outras empresas ou diretamente aos consumidores.

aumento da inadimplência e das consequentes provisões, a pressão governamental pela redução dos juros e dos *spreads*, a redução da taxa de lucro e a diminuição da margem financeira das grandes instituições financeiras, e o aumento da concorrência dos bancos públicos foram motivos de descontentamento dos grupos financeiros (VAZQUEZ, 2020, p. 164).

Para Singer, “Em junho de 2013, o cerco rentista recebe inesperado reforço proveniente das ruas” (2015, p. 52). As manifestações da esquerda, engrossadas pelo centro e pela direita, fizeram crescer a rejeição à presidente e ao seu governo. Porém, ainda que os protestos tenham marcado a história do Brasil, estes não foram suficientes para derrotar Dilma na eleição de 2014. De acordo com Singer “o emprego e o salário permitiram que, na campanha, o discurso de Dilma convencesse os setores progressistas e o eleitorado popular de que ela tinha condição e disposição de evitar o choque neoliberal encampado pelo PSDB” (2015, p. 53).

Se a promessa era a manutenção das políticas adotadas no primeiro mandato, ao ser reeleita, Dilma faz o caminho contrário. Em março de 2015, argumentou que a mudança de método e a busca por soluções mais adequadas se dariam em função da duração inesperada da crise mundial e da extraordinária seca no Brasil. Passando a entender o crescimento dos gastos públicos como efeito da preservação do emprego e da renda, entre outros, o governo passou a promover cortes, desagradando sindicatos e empresários. Joaquim Levy, substituindo Guido Mantega no Ministério da Fazenda, adotou medidas de ajuste fiscal, limitando a concessão de benefícios trabalhistas e previdenciários, e determinando a elevação da carga tributária.

Relevante mencionar que Levy, que já havia ocupado o cargo de secretário do TN durante o primeiro governo Lula, antes de assumir o Ministério da Fazenda no segundo governo Dilma, ocupava o cargo de diretor superintendente do Bradesco Asset Management. De acordo com Oliveira (2014, n. p.), “Sua ida para a Fazenda foi uma indicação do presidente do Conselho de Administração do Bradesco, Lázaro Brandão”. Conforme abordado nos capítulos anteriores, o Banco Bradesco se destacou no período como *dealer* do mercado de títulos públicos e como agente financeiro intermediário do BNDES Indireto automático e não automático. Nas eleições de 2014, foram as empresas do Grupo Bradesco as que mais doaram às campanhas das duas principais candidaturas, totalizando R\$ 26,9 milhões doados.

Ainda que o segundo governo Dilma tenha adotado medidas de ajuste fiscal, o país registrou déficits primários e inflação acima da meta de 6,5% estabelecida pelo CMN, chegando a 10,67% em 2015. Tombini, mantido na presidência do Bacen com uma política de juros altos, precisou justificar o descontrole da inflação em carta aberta ao novo ministro da Fazenda empossado em 18 de dezembro de 2015, Nelson Barbosa.

No processo que julgou a deposição da presidente Dilma, as “pedaladas fiscais”, ou seja, as manobras envolvendo a demora no repasse de recursos aos bancos públicos e privados que financiavam programas sociais, como o Bolsa Família, além dos decretos suplementares emitidos sem aprovação do Congresso Nacional, serviram como base jurídica do pedido aceito pela Câmara dos Deputados e julgado pelo Senado Federal. As ações da presidente foram consideradas crimes de responsabilidade, pois foram interpretadas como estratégias para burlar a meta fiscal e dar a impressão de que o governo arrecadava mais do que gastava.

Para Teixeira (2018, p. 320), tratou-se do conflito entre as metas fiscais rígidas, cuja alteração pela via legislativa estaria sujeita à articulação do governo e à aprovação do Congresso, e a necessidade de respostas rápidas para impedir ou amenizar a crise. Segundo o autor, diante das dificuldades que tais alterações apresentavam, mecanismos contábeis foram utilizados para contornar a rigidez da meta fiscal de curto prazo. Assim, o governo, afirmando o seu compromisso com a meta de superávit primário, adotou as chamadas pedaladas fiscais.

No entanto, a “contabilidade criativa” não foi uma exclusividade brasileira. Teixeira (2018, p. 287) cita o estudo publicado pelo FMI “Accounting Devices and Fiscal Illusions” (IRWIN, 2012) mostrando que tais estratégias foram adotadas por diversos países para contornar regras fiscais rígidas num contexto de adoção de políticas anticíclicas após a crise de 2008. Mesmo sendo um gargalo do governo Dilma, as regras fiscais adotadas desde 1999 não foram modificadas de forma explícita pelos governos petistas e, posteriormente, elas “se mostraram extremamente inadequadas no período de reversão do ciclo econômico, após a crise mundial de 2008-2009, agravando o conflito distributivo do orçamento” (TEIXEIRA, 2018, p. 284). Na disputa por narrativas, ganhou destaque a que associou as manobras à ação criminal.

Como abordamos, até setembro de 2015, 37 pedidos de impeachment tinham sido protocolados na Câmara dos Deputados. No entanto, o então presidente da Câmara dos Deputados, Eduardo Cunha do PMDB, acolheu o pedido redigido por Hélio Bicudo, sem partido na época, e pelos advogados Miguel Reale Júnior do PSDB e Janaina Conceição Paschoal, que se filiou ao PSL em 2018. Considerando que houve maior direcionamento das doações das instituições financeiras e das empresas atuantes no setor financeiro vinculadas aos grupos econômicos e/ou financeiros analisados ao partido/candidato do PSDB, como apontado no capítulo anterior, é possível inferir que, antes do início do segundo mandato de Dilma, já havia um alinhamento do setor financeiro com o PSDB e o PMDB. Neste processo, parte da burguesia industrial também apontava seu alinhamento, como é possível verificar nas doações realizadas pelas empresas do Grupo Votorantim, especialmente atuantes no setor de energia,

que nas eleições de 2006 e 2010 destinou maior doação financeira ao partido/candidato do PT, e nas eleições de 2014 doou cerca de R\$ 5 milhões a mais ao partido/candidato do PSDB.

Singer (2015, p. 66), analisando os dois governos Dilma faz uma importante reflexão sobre o comportamento da burguesia industrial no período. No que chamou de “ensaio desenvolvimentista de Dilma”, o autor afirma que, na partida, ou seja, no início do governo, a burguesia industrial pediu por uma ofensiva estatal contra os interesses estabelecidos. Por depender de uma política pública que a favorecesse, se aliou a classe trabalhadora. No segundo ato, a burguesia industrial descobre que, dado o passo inicial de apoiar o ativismo estatal, ficaram às voltas com um poder que não controlavam, o qual favorecia os adversários de classe, que eram inicialmente seus aliados. Já no terceiro momento, a burguesia industrial voltou-se “contra seus próprios interesses”, evitando o que seria um mal maior, isto é, o Estado demasiado forte e aliado aos trabalhadores. Para tal, uniu-se ao bloco rentista para interromper a experiência tida como indesejada. Para Singer, “Tal como em 1964, as camadas populares não foram mobilizadas para defender o governo quando a burguesia o abandonou” (2015, p. 66).

Nesse movimento, Temer assume o cargo como presidente interino e substitui Alexandre Tombini por Ilan Goldfajn na presidência do Bacen, além de retomar as regras rígidas do Tripé Macroeconômico. Houve a revisão da meta fiscal e a aprovação do Congresso por maior margem ao déficit, num período que seria reservado ao ajuste das contas públicas. As medidas anunciadas para a redução dos gastos do governo e a redução da dívida pública abrangiam a reforma trabalhista, a reforma da previdência, a dissolução do Fundo Soberano com o destino dos valores ao pagamento dos serviços da dívida, e o adiantamento da devolução pelo BNDES dos recursos entregues pelo TN em 2009 para a rolagem da dívida.

Após a deposição de Dilma, a política econômica do governo Temer passou a atuar em dois planos. O primeiro partia do desmonte da capacidade do Estado em promover políticas sociais, pois, ainda que tenha mantido alguns dos programas dos governos anteriores e ampliado o acesso, a meta fiscal exigiu a diminuição dos gastos públicos. A manutenção de determinados programas sociais ocorreu em função da esperada fragilização dos trabalhadores com as reformas trabalhista e da previdência. Tratou-se, em nossa compreensão, da retirada de rubricas das despesas obrigatórias do governo e da oferta de serviços como atos discricionários, sendo facilmente suprimidos do orçamento quando o governo julgasse necessário.

O segundo, referiu-se à redução da capacidade do Estado em induzir o crescimento do país, a partir da adoção de um novo regime fiscal, com a aprovação da Emenda Constitucional nº 95, em 15 de dezembro de 2016, que limitou os gastos com investimentos públicos. De

acordo com Rossi e Mello (2017 n.p.), ao limitar o crescimento do gasto primário, o governo deixou de atacar alguns dos principais sorvedouros de recursos, ou seja, as desonerações fiscais, a sonegação e o pagamento de juros nominais que respondeu por mais de 8% do PIB em 2015, mais ou menos a soma do valor gasto com toda a previdência social.

Mantendo o atrelamento da política fiscal à política monetária, como sintoma da chamada dominância da política monetária do Brasil, o aumento das restrições dos gastos do governo, implicando a perda da autonomia na gestão de seu orçamento e a redução e a precarização dos serviços ofertados à população, em geral às mais carentes, se respaldou na construção de uma narrativa simples e de fácil assimilação, como comparar o orçamento do Estado a um orçamento doméstico, como discutimos a seguir.

6.2. A POLÍTICA FISCAL DO ESTADO COMO ECONOMIA DOMÉSTICA

Nos debates sobre o endividamento público, a retórica que compara a gestão do orçamento do Estado com a gestão de um orçamento doméstico defende que o Estado deve gastar apenas os recursos disponíveis ou previsíveis e que, frente a desequilíbrios entre despesas e receitas, deve-se economizar, reduzindo-se para tal gastos e custos. Num cenário marcado pelo déficit das contas públicas, essa narrativa passa a ser utilizada com o intuito de legitimar a austeridade como remédio eficaz à recomposição do equilíbrio orçamentário, especialmente a partir da redução dos custos do governo com importantes áreas sociais e serviços públicos.

Já no contexto da economia doméstica verificamos a narrativa oposta. Ainda que a gestão do orçamento deva estar situada em razão do equilíbrio das receitas e despesas, como se intenta legitimar para a gestão do orçamento do Estado, as famílias são estimuladas a captar recursos via crédito, sem necessariamente reduzir seus gastos e custos. A diferença, no entanto, é que o Estado, como detentor da autoridade monetária, estabelece os juros a serem pagos pelos recursos que capta com a venda de títulos públicos, os prazos para liquidação das suas dívidas e a quantidade de moeda a ser impressa, ainda que o seu excesso, na perspectiva da política monetária adotada, possa causar inflação. As famílias, porém, são submetidas aos juros cobrados pelas instituições financeiras intermediárias no mercado de crédito e aos prazos dos pagamentos por estas estipulados, se integrando ao processo contínuo de transferência de renda.

Analisando os governos compreendidos no período deste estudo, verificamos que, no governo Temer, houve maior articulação da narrativa em torno da premissa que equipara o equilíbrio fiscal pautado no princípio da gestão do orçamento do Estado ao que compreendemos

como a gestão de um orçamento doméstico. Considerando que o superávit primário é o resultado positivo do cálculo que subtrai as despesas das receitas do governo, que os valores obtidos por meio do superávit primário são destinados ao pagamento de juros e encargos da dívida pública, e que a política fiscal do governo Temer se pautou, especialmente, na redução dos gastos públicos, diferentemente do que observamos nos governos Lula e no primeiro governo Dilma, analisamos a Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016, conhecida como a Lei do Teto dos Gastos, aprovada para reestabelecer, entre outros, a confiança dos investidores na sustentabilidade e na solvência do país.

6.2.1. O Novo Regime Fiscal com a Emenda Constitucional nº 95/2016

De modo geral, a Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016, que acrescentou os Artigos nº 106 a nº 114 no Ato das Disposições Constitucionais Transitórias da Constituição Federal de 1988, instituiu um Novo Regime Fiscal no âmbito dos orçamentos Fiscal e da Seguridade Social da União, estabelecendo limites para os gastos públicos com a definição de um teto orçamentário para 20 exercícios financeiros. A EC 95/2016 aprovada durante o governo Temer incorpora um teto às despesas primárias obrigatórias e discricionárias, considerando as efetuadas pelos poderes executivo, legislativo e judiciário, o Ministério Público e a Defensoria da União. Nas despesas do poder executivo, estão incluídas as despesas com a educação, com a saúde, com a seguridade social, com a cultura, com a defesa nacional, entre outros, excluindo-se as despesas financeiras, ou seja, as despesas realizadas em função do pagamento dos juros da dívida pública.

No Inciso I do Parágrafo 1º do Artigo nº 107 da EC 95/2016, lê-se: “para o exercício de 2017, à despesa primária paga no exercício de 2016, incluídos os restos a pagar pagos e demais operações que afetam o resultado primário, corrigida em 7,2% (sete inteiros e dois décimos por cento)”; e, no Inciso II, “para os exercícios posteriores, ao valor do limite referente ao exercício imediatamente anterior, corrigido pela variação do IPCA, publicado pelo IBGE, ou de outro índice que vier a substituí-lo, para o período de doze meses encerrado em junho do exercício anterior a que se refere a lei orçamentária”. Os orçamentos passam a ser estabelecidos a partir dos valores gastos no exercício financeiro anterior, corrigidos pelo IPCA. Não há margens para créditos suplementares, conforme previsto no Parágrafo 5º do Inciso II do Artigo nº 107: “É vedada a abertura de crédito suplementar ou especial que amplie o montante total autorizado de despesa primária sujeita aos limites de que trata este artigo”. A correção dos

valores pode ocorrer apenas no décimo exercício financeiro pelo presidente da República, sendo admitida uma única alteração do método de correção dos limites por mandato.

No Parágrafo 6º do Inciso II do Artigo nº 107 da EC 95/2016 ficaram instituídas algumas exclusões dos limites estabelecidos. São elas: I - as transferências constitucionais relativas: a) à participação dos estados e municípios no produto da exploração de petróleo e gás natural; b) à repartição das receitas tributárias; c) às cotas estaduais e municipais da contribuição social do salário-educação; d) às despesas relativas aos serviços da polícia civil, polícia militar, bombeiros e demais serviços públicos do Distrito Federal; e e) à complementação das cotas do salário-educação do DF e Estados caso o número de alunos não atinja o limite necessário; II - os créditos extraordinários abertos para atender as despesas imprevisíveis e urgentes, como as decorrentes de guerra, comoção interna ou calamidade pública; III - despesas com a realização de eleições pela justiça eleitoral; IV - outras transferências obrigatórias derivadas de lei que sejam apuradas em função de receitas vinculadas; e V – despesas com aumento de capital de empresas estatais não dependentes.

No texto da EC 95/2016 não há menção genérica para exceções referentes às despesas com a saúde e a educação. No âmbito das despesas obrigatórias, não há ressalvas para a continuidade das transferências constitucionais da União, como a estipulada no Artigo nº 212 da CF/88 “A União aplicará, anualmente, nunca menos de dezoito, e os Estados, o Distrito Federal e os Municípios vinte e cinco por cento, no mínimo, da receita resultante de impostos, compreendida a proveniente de transferências, na manutenção e desenvolvimento do ensino”, bem como no Artigo nº 198 da CF/88, que contém os percentuais destinados à saúde, determinando que a União deve considerar a receita corrente líquida do respectivo exercício financeiro, não podendo ser inferior a 15%, e estados e municípios devem investir 12% e 15%, respectivamente. As ressalvas são apenas para as cotas estaduais e municipais da arrecadação da contribuição social do salário-educação, conforme Parágrafo 6º do Artigo nº 212 da CF/88.

Mariano (2017, p. 263) aponta o estudo realizado pelo Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos socioeconômicos (DIEESE), simulando o Teto dos Gastos aplicado entre os anos de 2002 e 2015. Na educação, a redução dos repasses seria de 47% no período. Já para as despesas com a saúde, a redução ficaria em torno de 27%. Em valores, a perda na saúde neste período teria sido de R\$ 295,9 bilhões e, na educação, de R\$ 673,6 bilhões. A simulação constatou que haveria a expropriação de cerca de R\$ 969,5 bilhões destas áreas, destinados ao pagamento dos juros da dívida, remunerando os principais investidores em títulos públicos.

Na educação, a EC 95/2016 limitou o cumprimento do Plano Nacional de Educação (PNE), traduzido na Lei nº 13.005, de 25 de junho de 2014, com vigência de 2014 a 2024, e do próximo PNE, previsto para o período de 2025 a 2035. No ensino superior, por exemplo, a meta 12 do PNE, prevendo a elevação da taxa bruta de matrícula para 50% e a taxa líquida para 33% da população de 18 a 24 anos, assegurada a qualidade da oferta e expansão para, pelo menos, 40% das novas matrículas no segmento público, passou também a sofrer forte restrição orçamentária. Em consequência, as universidades públicas foram submetidas à precarização de sua infraestrutura e à falta de investimentos em desenvolvimento científico e tecnológico.

Na saúde, Santos e Funcia (2019, n.p.) afirmam que a EC 95/2016 congelou o piso, ainda que de forma não nominal. O repasse da União era 15% das receitas correntes líquidas, variando os repasses conforme o crescimento do país. A EC 95/2016 passou a corrigir um valor fixo pela inflação de cada ano, com base nos gastos realizados em 2017, deixando de usar o crescimento do país como parâmetro. Para os autores, a correção da inflação jamais contemplará o crescimento populacional, os índices de longevidade e sua epidemiologia, os custos dos insumos, matérias, medicamentos e novas tecnologias de saúde. Observando tal realidade, Mariano (2017, p. 263) afirma que o novo Regime Fiscal é inconstitucional, “pois atenta contra a lógica principiológica da vedação ao retrocesso social, consubstanciada no plano do direito positivo, no rol das cláusulas pétreas constitucionais do § 4.º do art. 60”.

Em análise dos dados divulgados pelo TCU sobre as prestações de contas anuais do governo referente aos anos de 2016 e 2017, houve efetiva redução nas despesas com saúde e educação, cerca de 17% e 19% respectivamente. Importante mencionar que, em 2017, o Ministério da Saúde fechou 400 farmácias públicas administradas pelo governo federal, diminuindo também a distribuição de medicamentos na rede privada conveniada.

Segundo a Síntese de Indicadores Sociais (SIS) divulgada pelo IBGE (2018, p. 58), entre 2016 e 2017, houve o aumento da pobreza extrema no país, passando de 6,6% para 7,4%, aumentando de 13,5 milhões de pessoas para 15,2 milhões dentro desta categoria, além do aumento da pobreza, passando de 12,8% para 13,3% no período. Em contrapartida, o relatório “Recompensem o trabalho, não a riqueza” elaborado pela Oxfam Brasil, uma organização da sociedade civil brasileira sem fins lucrativos, criada em 2014, afirma que houve o aumento do patrimônio das pessoas mais ricas do país em cerca de 13% entre 2016 e 2017. Já a fatia referente a população mais pobre caiu de 2,7% para 2% no mesmo período. Com base nestes dados é possível inferir que houve a fragilização da população mais pobre que necessita dos serviços públicos e dos programas sociais, sem afetar diretamente a população que não faz uso

destes serviços e benefícios, incluindo os principais favorecidos com a nova política fiscal que, em nossa compreensão, abrange também os representantes do grande capital financeiro.

No que tange à Previdência Social, incluída no orçamento da Seguridade Social e, portanto, nos gastos primários do governo, a reforma foi defendida em função da alegação da existência de déficit no saldo das contribuições e benefícios. Segundo a Secretaria da Previdência, a Previdência Social registrou déficit de R\$ 197,8 bilhões em 2018, sendo 4% a mais do que registrou em 2017. O custo dos benefícios pagos totalizou R\$ 594 bilhões e a arrecadação realizada ficou em R\$ 396,2 bilhões no mesmo período.

No entanto, a Associação Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil (ANFIP) demonstra que o cálculo do saldo da Previdência Social deve considerar o conjunto de receitas arrecadadas pela Seguridade Social, que inclui a previdência, a saúde e a assistência social. De acordo com o Artigo nº 195 da CF/88, a Seguridade Social não é financiada apenas pelas contribuições dos trabalhadores e empregadores, mas pelo conjunto de contribuições sociais, como o Programa de Integração Social (PIS), a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), e sobre a receita de concursos de prognósticos, vinculadas às despesas da Seguridade Social.

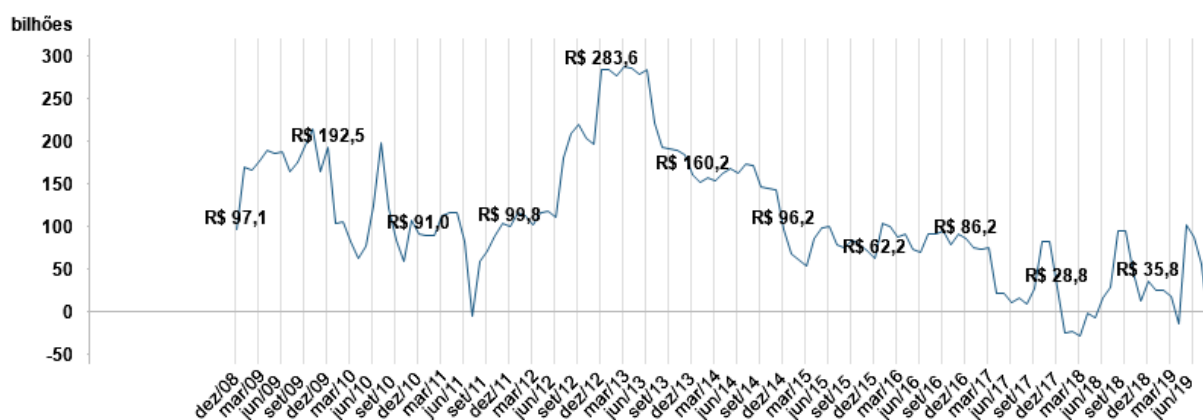
Segundo Gentil (2006), a Seguridade Social é superavitária, mas a União apresenta o seu orçamento junto com o Orçamento Fiscal, contrariando o Parágrafo 5º do Artigo nº 165 da CF/88, que determina a apresentação de forma separada. A autora verifica que, desta maneira, o governo dificulta a identificação da transferência de recursos da Seguridade Social para financiar outras despesas. Esta intencionalidade pode ser verificada especialmente após 2016, com a aprovação da Desvinculação das Receitas da União (DRU) em 30% das receitas que, na prática, transforma o que seria uma despesa obrigatória em uma despesa discricionária, dando mais liberdade para que o governo use os recursos do orçamento, como pontuamos acima.

Importante mencionar que a reforma da previdência não foi cogitada apenas no governo Temer. Segundo Rocha e Macário (2016, p. 454), a aposentadoria integral por tempo de serviço no âmbito do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), voltada exclusivamente aos servidores públicos concursados, foi substituída pela opção de associar-se a um fundo de previdência complementar, previsto na Lei nº 12.618, de 30 de abril de 2012, com a criação da Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal (Funpresp), em função da fixação do limite máximo para a concessão de aposentadorias e pensões igual ao Regime Geral de Previdência Social (RGPS). Enviado ao Congresso durante o governo Lula, a referida lei foi aprovada por maioria simples no governo de sua sucessora, Dilma.

Assim, dentre as principais críticas destinadas à EC 95/2016 destacamos a não abrangência dos gastos tributários, ou seja, das renúncias de receita tributária ou dos benefícios fiscais concedidos pela União. A renúncias e benefícios têm sido utilizados para estimular a economia, como verificamos no segundo governo Lula e no primeiro governo Dilma, reduzindo a arrecadação do Estado para aumentar, em tese, a capacidade de investimentos da iniciativa privada. Outra crítica se refere ao destino do superávit primário para o pagamento das despesas financeiras da União, ou seja, para o pagamento de juros e amortizações da dívida pública. Trata-se da compreensão do endividamento como mecanismo de atividade constante, onde a capacidade de empréstimos do Estado e a não ampliação de seus investimentos beneficia os representantes do grande capital financeiro, fração de grande potencial hegemônico no bloco do poder. A evidência desta afirmação encontra-se na participação substancial dos grupos Instituições Financeiras, Fundos e Previdência no porte dos títulos públicos entre 2007 e 2018 como demonstrado no segundo capítulo e na atuação das principais instituições financeiras como *dealers* do mercado de títulos entre 2003 e 2018, especialmente dos bancos Bradesco e Itaú Unibanco que também aparecem, ao longo de toda a discussão realizada, com representantes em importantes cargos do governo.

Outro ponto se refere a desejável adequação do Orçamento da União à Regra de Ouro da CF/88, por meio da nova Reforma Fiscal aprovada em 2016. Segundo a série histórica divulgada pelo TN, contendo a representação da base móvel para o cumprimento da Regra de Ouro nos últimos 12 meses, considerando junho de 2019 como mês de referência, verificamos déficits entre dezembro de 2017 e junho de 2018, e em março de 2019.

Gráfico 155 - TN - Suficiência da Regra de Ouro (Série histórica)



Fonte: Tesouro Nacional Transparente, Painel da Regra de Ouro.

Em função dos déficits registrados ainda em 2016, o governo Temer interpelou ao Congresso Nacional pela redução da meta fiscal, ou seja, interpelou por um déficit orçamentário de até R\$ 170,5 bilhões, sendo a pior meta definida desde 1997, se protegendo contra futuras denúncias por crime de responsabilidade fiscal. Junto à aprovação do Teto dos Gastos e ao aumento da margem para o déficit fiscal, o governo diminuiu o número de ministérios, excluindo e/ou fundindo pastas, promoveu o congelamento dos salários dos servidores e dos encargos sociais, reduzindo as despesas correntes, extinguiu o Fundo Soberano, destinando os valores nele contido ao pagamento dos serviços da dívida pública, antecipou a devolução dos recursos do TN pelo BNDES, diminuindo a capacidade de empréstimos do Banco e substituiu a TJLP pela TLP, diminuindo o subsídio do governo. Mesmo com tais medidas, não foi possível verificar, conforme o gráfico, mudanças positivas no que tange ao equilíbrio almejando nas contas públicas. Tampouco foi possível observar a redução na dívida mobiliária que entre 2016 e 2018 aumentou R\$ 539 bilhões em valores reais, como apontado no segundo capítulo.

Por fim, ainda que a EC 95/2016 tenha sido aprovada em defesa do equilíbrio, da transparência dos gastos governamentais e do exercício da responsabilidade fiscal, visando a manutenção da atratividade do país aos investidores, aos críticos deste modelo fiscal as medidas adotadas podem provocar estagnação econômica, ao diminuir o dinheiro em circulação, além da precarização das estruturas e dos serviços públicos, podendo legitimar, no senso comum, a necessidade das privatizações. Mesmo que tenham ocorrido manifestações contrárias à EC 95/2016, segundo Kucinski e Branford (1987, p. 7) “os fazedores de dívida, têm conseguido não só manter o controle da crise, [...] como o controle do próprio debate da crise”.

6.3. O CONTRADITÓRIO DISCURSO EM DEFESA DA AUSTERIDADE

Refletindo sobre as estratégias destinadas à legitimação da nova política fiscal adotada no país, na preservação da lógica do endividamento público, via contínua transferência do superávit primário do governo ao pagamento dos serviços da dívida pública, em detrimento da qualidade da prestação de serviços essenciais pelo Estado e da ampliação das políticas sociais, fazemos algumas breves considerações sobre a construção e a difusão de um discurso voltado à naturalização da austeridade como remédio eficaz e necessário ao equilíbrio orçamentário.

Trata-se não apenas de refletir sobre a disputa por hegemonia por diferentes frações de classe do bloco no poder, como apontado no quinto capítulo, mas de refletir sobre os instrumentos utilizados na conformação da opinião pública. De outro modo, trate-se de abordar

o processo onde a hegemonia circunscrita ao nível político, em constante disputa, pode assumir uma unidade orgânica entre as demais frações da classe dominante e alcançar o conjunto da sociedade e das classes dominadas, tomando a forma de hegemonia ampliada.

Para Gramsci, a hegemonia se forma com a supremacia de determinado grupo ou classe social e sua direção moral e intelectual na sociedade civil. A busca de hegemonia e consenso, nesse sentido, seria tarefa do bloco histórico na manutenção do poder, sendo este a expressão do conjunto das relações existentes entre estrutura e superestrutura, teoria e prática, e forças materiais e ideologia. Nesta compreensão, não é possível que a estrutura, considerando as relações sociais de produção, movimente unilateralmente o mundo superestrutural das ideias, como os costumes, os comportamentos, a moral e a vontade humana. Não se trata de uma simples conexão, mas de um conjunto de relações e reações recíprocas que não são reconhecidas numa visão determinista e mecanicista. “A estrutura e as superestruturas formam um ‘bloco histórico’, isto é, o conjunto complexo e contraditório das superestruturas é o reflexo do conjunto das relações sociais de produção” (GRAMSCI apud COUTINHO, 2011, p. 116).

Os aparelhos privados de hegemonia, nesse sentido, são instituições da sociedade civil voltadas à conformação de um consenso sobre uma determinada visão de mundo (GRAMSCI, 1975, Q 7, § 83, p. 914). De adesão voluntária e não coercitiva, os aparelhos privados de hegemonia são relativamente autônomos em relação ao Estado, sendo representados por um conjunto de instituições, como sindicatos, partidos, igrejas, escolas e meios de comunicação. Ainda que tenham caráter privado e sejam de adesão voluntária ou contratual, tais aparelhos possuem uma dimensão pública, sendo parte integrante das relações de poder numa sociedade.

Construindo significados culturais a partir de uma direção política e ideológica, a classe dominante, criando e/ou se apropriando dos aparelhos privados de hegemonia, pode universalizar interesses particularistas em nome de conceitos supostamente universais, tornando esta atuação um conjunto complexo de rede de relações sociais. É o que observamos nas Redes Transassociativas, por exemplo, onde grupos econômicos e/ou financeiros operam na estrutura de representação de classe no Brasil, atuando simultaneamente nas diretorias de diversas entidades. No estudo de Silva (2018, p. 11), o autor identificou a existência de uma Rede Transassociativa conectando 21 entidades de classe entre 2010 e 2017, com a centralidade assumida, com maior poder de articulá-la, pelos grupos Itaúsa, Bradesco e Santander.

Outro exemplo de aparelho privado de hegemonia relativamente autônomo são as *think tanks*. Tais instituições ou grupos investigativos sem fins lucrativos e direcionados à produção e à difusão de conhecimentos podem influenciar a sociedade a partir de visões e interesses

específicos, divulgando conteúdos em distintos canais de comunicação e em diferentes formatos. A Atlas Brasil, por exemplo, fundada em 2006 no Rio de Janeiro, conta com a participação de organizações como o Movimento Brasil Livre (MBL), rede RBS, Bank of American e Gerdau e é financiada pelo Departamento de Estado e o National Endowment for Democracy (NED), braço crucial do *soft power* norte-americano, conforme apontam Barbosa (2018) e Minella (2009).

Ainda que a hegemonia segundo Gramsci, sendo compreendida como hegemonia ideológica, se diferencie da hegemonia no bloco do poder discutida por Poulantzas, os exemplos acima citados dialogam com a constatação de Gramsci sobre a perpetuação da classe burguesa no poder em função da sua capacidade de se tornar “orgânica” aos centros vitais de um país, numa dinâmica complexa de relações e interações. Assim, na disputa por hegemonia, ou seja, na disputa que concorre a sobreposição de uma determinada visão de mundo sobre as demais existentes, constatamos, a partir de Gramsci (1999, p. 295), ser imperativo a valorização de uma “frente cultural como necessária, ao lado das frentes meramente econômicas e políticas”. Nesse sentido, a hegemonia deveria operar “sobre a estrutura econômica e sobre a organização política da sociedade”, bem como “sobre o modo de pensar, sobre as orientações ideológicas e sobre os modos de conhecer” (GRUPPI, 1978, p. 5).

Coutinho (2010, p. 30) afirma que, “uma relação de hegemonia é estabelecida quando um conjunto de crenças e valores se enraíza no senso comum, naquela concepção de mundo” que, mesmo frequentemente contraditória, orienta “o pensamento e a ação de grandes massas de homens e mulheres”. Nesta compreensão, Grun (2015, p. 382) reflete sobre a dinâmica cultural da dominação financeira e afirma que o estabelecimento de novas concepções coletivas, fez com que as sociedades capitalistas atuais adotassem o neoliberalismo como padrão. Trata-se de uma guerra cultural que, velada e pouco perceptível, naturaliza a situação econômica do país e parece fazer desaparecer em brumas as contradições inerentes a este modelo.

Estudando a conformação de novas concepções coletivas, Grun constata que, na década de 1970, o bom empreendimento era representado pela grande empresa multinacional, nacional ou estatal, contanto com administradores profissionalizados, situados dentro de uma plataforma racional. A antítese figurava-se na pequena empresa, determinada, entre outros, por uma base irracional e pela não diferenciação entre negócios e família. A inversão desta lógica teve forte sustentação nos governos de Fernando Collor de Mello e de FHC.

A declaração pública de Collor e amplamente divulgada nos meios de comunicação de massa comparando os carros brasileiros a carroças, afirmando que a indústria brasileira era

ineficiente e atrasada e que o ambiente econômico era superprotegido, gerando a acomodação dos gestores, pode ser compreendida como parte das estratégias destinadas à legitimação da lógica neoliberal, via o estabelecimento de novas concepções coletivas. No governo FHC, período de grande parte das privatizações e da reorganização das empresas privadas no Brasil, como no governo Collor, um dos possíveis recursos utilizados foi a contínua associação de aspectos negativos às grandes organizações estatais e privadas.

Em paralelo, houve reiteradas associações positivas ao empreendedorismo, como verificamos nas veiculações publicitárias do Banco Bamerindus “Gente que faz” na década de 1990, narrando histórias de pessoas pobres que, com esforço e iniciativa, alcançaram o sucesso profissional e a realização pessoal. As veiculações ocorriam, em sua maior parte, antes da transmissão do Jornal Nacional editado pela TV Globo, em horário de grande audiência. O mesmo aconteceu com a imagem do mercado financeiro nas décadas de 1990 e 2000 por meio de reportagens e peças publicitárias da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), divulgando e desmistificando as atividades ali realizadas. Como apontou Raymundo Magliano, então presidente da Bovespa (2001-2007): “O fundamental é a mudança cultural na imagem da Bovespa. A bolsa era vista como um cassino, era uma caixa preta, uma casa de jogos. E, hoje, as pessoas falam em investir” (PAVINI, 2004, apud GRUN, 2015, p. 385).

A bolsa de valores, e o mercado financeiro de modo geral, antes responsável pelo desvirtuamento da conduta humana, como constatou Grun, e frequentemente associado a cassinos e jogos de azar, como afirmou Magliano, no processo de construção de uma nova concepção coletiva com o auxílio dos aparelhos privados de hegemonia, relatados por Gramsci, parece se apresentar, atualmente, como um espaço para a realização de rentáveis investimentos. O enraizamento dessa nova concepção, nesse sentido, pode acelerar o processo no qual se abstraem as relações sociais de trabalho e a privilegiar a renda obtida por meio de juros, dentro da lógica da fetichização do capital, como apontamos no primeiro capítulo.

No que tange ao endividamento, expressões e jargões populares como “Quem não deve, não teme” e “Não devo nada pra ninguém” parece remeter à ideia de desimpedimento e de ausência de obstáculos para o alcance de uma meta ou objetivo. Nesta compreensão, contrair uma dívida sem “honrar” o seu pagamento atinge a liberdade do indivíduo enquanto ser social. Ainda que tal ideia se incline mais sobre o argumento moral que envolve a reciprocidade de deveres e obrigações, uma contradição é verificada nas dívidas das grandes empresas privadas, especialmente das relatadas por Silveira (2019) em seu trabalho sobre o contencioso tributário

federal, envolvendo disputas fiscais entre União e contribuintes no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF).

De acordo com o autor, quanto maior for a dívida contraída por uma empresa com o erário, ou seja, com o poder público, maior será a probabilidade dela, quando inserida em uma disputa judicial, adiar a resolução acionando as instâncias recursais previstas, sem necessariamente liquidá-la ao final. Segundo Silveira, dentre os membros integrantes do CARF estão as associações de representação de classe, defendendo os interesses do grande empresariado devedor. Com base nesta observação, o autor constata que é razoável a revisão dos critérios de distribuição da representação no Conselho, contemplando a participação de outras parcelas da sociedade, representantes dos chamados “receptores de políticas”.

Não é razoável uma representação que exclua os contribuintes de fato, as pessoas físicas, ou que contemple somente as parcelas da sociedade que têm no tributo um ônus para seus interesses. É necessário que entre os interessados na representação se contemplem parcelas da sociedade que têm no tributo um bônus para a realização de seus interesses, principalmente os coletivos, os públicos (SILVEIRA, 2019, p. 317).

A ideia difundida por meio expressão “Se não a dívida pagar o Brasil quebra”, por exemplo, guarda em si uma contradição inerente à própria retórica. Não se trata da defesa da liquidação da dívida pública em si, mas da sua manutenção via rolagem, desembolsando sempre os custos referentes aos juros e ao amortecimento. Diferentemente dos pontos utilizados para equiparar a gestão do orçamento doméstico com a do orçamento do Estado, a manutenção da dívida trata-se da contínua e constante drenagem de recursos públicos, não do equilíbrio entre receitas e despesas. Apoiando-se no argumento moral contra o “calote”, os defensores da manutenção do endividamento sustentam a necessidade de um novo regime fiscal, a partir da definição de metas de superávit primário e o seu destino ao pagamento dos serviços da dívida.

Ainda que a verificação da legitimação social da austeridade e da lógica do endividamento preceda de investigações específicas, no que aqui apontamos como hegemonia ampliada, a defesa da necessidade de cortes nas despesas primárias do Estado para ajuste das contas públicas, em nosso entendimento, possui este intento. Traduzidos em 20 anos de restrições orçamentárias, como prevê a EC 95/2016, o discurso, reservando em si contradições, se destina à criação e à conformação de uma nova concepção coletiva.

Foi observando estas contradições que passamos a compreender o significado de senso comum para Gramsci, sendo que “[...] seu traço fundamental e mais característico é o de ser uma concepção (inclusive nos cérebros individuais) desagregada, incoerente, inconsequente,

conforme à posição social e cultural das multidões das quais ele é a filosofia” (GRAMSCI, 1999, p. 114). No entanto, ainda que as estratégias de conformação do senso comum se destinem à naturalização e à legitimação de um grupo de ideias, criando novas concepções coletivas, e que essas se apresentem de forma desagregada e incoerente, o autor pondera que o mal-estar ou o bem-estar econômico podem se tornar a causa de novas realidades históricas, produzidas numa situação em que o bem-estar é ameaçado por um grupo, ou que o mal-estar se torna intolerável. Nas palavras do autor, “A questão particular do mal-estar ou do bem-estar econômicos como causa de novas realidades históricas é um aspecto parcial da questão das relações de força em seus vários graus” (GRAMSCI, 2002, p. 45).

Sem um projeto de superação, fruto das relações de força estabelecidas em determinado momento histórico, “a velha sociedade resiste e garante para si um período de ‘tomada de fôlego’, exterminando fisicamente a elite adversária e aterrorizando as massas de reserva; ou, então, a destruição recíproca das forças em conflito” (GRAMSCI, 2000, p. 45). Nesse sentido, nos questionamos se a redução dos investimentos necessários à manutenção de políticas públicas e sociais, especialmente nas áreas da educação, da saúde e da assistência social, fruto do novo regime fiscal adotado no Brasil, será capaz de, em algum momento, gerar um mal-estar e impulsionar uma nova ordem. Nos questionamos também se uma crise orgânica manifesta no plano superestrutural, isto é, no plano político-ideológico, como uma “crise de hegemonia”, pode afrouxar as concepções burguesas e produzir uma nova saída histórica, mobilizando as classes dominadas num bloco histórico contra hegemônico.

6.4. CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO

No capítulo anterior, constatamos que a indicação e a nomeação de pessoas pelo presidente da república para importantes cargos no governo, destacando o caso do Bacen, pode mobilizar diferentes frações de classe no apoio aos candidatos e partidos durante os pleitos eleitorais, e impactar na dinâmica de circulação do capital financeiro na rede de financiamento do BNDES. Neste capítulo, observamos que, a partir da adoção do Tripé Macroeconômico pelo governo FHC, o Bacen, como autoridade monetária do país e dotado de autonomia operacional, se tornou o órgão responsável pelo controle da inflação, manipulando a taxa básica de juros via Copom, dentro das metas definidas pelo CMN.

Ainda que o Bacen tenha ficado restrito ao controle da Taxa Selic, a restrição não implicou, necessariamente, uma dimensão negativa para a classe representante do grande

capital financeiro. Na lógica do Tripé Macroeconômico, o aumento ou a redução da Taxa Selic não impacta diretamente no resultado primário, sendo este intrinsecamente ligado à redução das despesas primárias do governo. Assim, o Bacen passou a controlar a remuneração de boa parte dos títulos públicos emitidos, deixando o pagamento dos serviços da dívida para a política fiscal, ou seja, para as políticas destinadas à obtenção de superávit primário no Brasil.

Nesta nova lógica, a política fiscal passou a depender da política monetária, pois a definição da meta de superávit primário passou a se pautar nos ajustes da Taxa Selic, evitando, desse modo, o aumento da proporção da dívida pública em relação ao PIB. Em outras palavras, a elevação da Taxa Selic, que controlaria a inflação ao mesmo tempo em que melhor remuneraria os títulos da dívida pública, empurraria a meta de superávit primário para cima, provocando a redução das despesas primárias pelo governo, incluindo as obrigatórias, como os repasses à educação, à saúde e a seguridade social, e as discricionárias, de execução facultativa.

O Tripé Macroeconômico, composto basicamente por uma meta de inflação, uma meta de superávit primário e pelo câmbio flutuante, foi adotado no Brasil logo após a estabilização do Plano Real e como parte dos acordos realizados entre o governo FHC e o FMI. No período, também houve a aprovação da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, conhecida como a Lei de Responsabilidade Fiscal, estabelecendo normas e regras atinentes às finanças públicas, à responsabilidade na gestão fiscal e à transparência das contas públicas.

O primeiro governo Lula, herdando este arranjo macroeconômico, atinge as metas definidas para o superávit primário, sem, contudo, reduzir os gastos públicos. Trata-se do momento em que o país registrou bons índices de crescimento, num cenário externo favorável, beneficiando a política cambial, a consolidação de resultados positivos na Balança Comercial e incrementos das reservas internacionais. No segundo governo Lula, a conjuntura externa inicial se mostrou favorável à exportação de commodities, possibilitando resultados positivos, ainda que em menores números. Desse modo, é possível afirmar que as equipes econômicas dos governos Lula seguiram as regras do Tripé Macroeconômico, cumprindo a meta fiscal no que tange à obtenção de superávit primário, sem, no entanto, reduzir os gastos públicos.

Dilma, em seu primeiro mandato, adotou a Nova Matriz Econômica como espécie de alternativa ao Tripé Macroeconômico e passou a intervir de forma mais intensa na economia, especialmente mantendo a ampliação dos empréstimos do BNDES. As críticas sobre a flexibilização das regras rígidas do tripé vinda das agências internacionais de risco, das instituições oficiais de controle econômico, dos bancos nacionais e estrangeiros e das corporações, sobretudo ao longo de 2013 e 2014, alimentaram o descontentamento com o

governo. Eleita novamente, o governo Dilma mudou o método utilizado, justificando a manobra pela duração inesperada da crise mundial e da extraordinária seca vivenciada no Brasil. Mesmo com as mudanças realizadas, o país registrou déficits primários e inflação acima da meta estabelecida para 2015. No processo que julgou a deposição da presidente, as “pedaladas fiscais” e os decretos suplementares serviram como base jurídica do pedido aceito pela Câmara dos Deputados e julgado pelo Senado Federal. As ações de Dilma foram consideradas crimes de responsabilidade e interpretadas como forma de burlar a meta fiscal.

Assumindo a presidência da república, Temer substituiu Alexandre Tombini por Ilan Goldfajn na presidência do Bacen e retomou as regras rígidas do Tripé Macroeconômico, reforçando o papel da política fiscal na sustentabilidade orçamentária e solvência do país. Adotou um Novo Regime Fiscal, por meio da aprovação da EC 95/2016, reduzindo os gastos do governo para alcance das metas de superávit primário, direcionando estes recursos ao pagamento de juros e amortizações da dívida pública. Conforme determinado pela EC 95/2016, o orçamento primário do governo, considerando as áreas da saúde, da educação e da assistência social, foi congelado por 20 exercícios financeiros, sendo corrigido apenas pelo IPCA.

Por fim, apontamos alguns instrumentos e estratégias, entendendo-os como possíveis objetos de análise, destinados à legitimação social das ações da fração de classe hegemônica no bloco do poder na preservação da lógica do endividamento público, em detrimento da qualidade da prestação de serviços essenciais à parte da população e da ampliação das políticas sociais. Concluimos nos questionando se a redução dos investimentos necessários à manutenção e à ampliação das políticas sociais, fruto do Novo Regime Fiscal adotado, será capaz de, em algum momento, gerar um mal-estar econômico, como apontou Gramsci, e impulsionar uma nova ordem, ou seja, uma nova realidade histórica.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em palestra realizada na Fundação Getúlio Vargas no início de 2020, o então ministro da Economia, Paulo Guedes, ao defender a reforma administrativa como solução para os estados brasileiros deficitários, proferiu as seguintes palavras: “O hospedeiro está morrendo, o cara virou um parasita, o dinheiro não chega ao povo e ele quer aumento automático. [...] Nos Estados Unidos ficam quatro, cinco anos sem dar reajuste e quando dão todo mundo fica ‘oh, muito obrigado’ [...] Aqui o cara é obrigado a dar porque está carimbado e ainda leva xingamento, ovo, não pode andar de avião”. Como servidora pública, doutoranda e pesquisadora na Universidade Federal de Santa Catarina, não estranhamente me senti motivada com a afirmação do ministro para finalizar este estudo durante o isolamento social necessário à contenção da propagação da Covid-19. Diante dos dados coletados e sistematizados e das leituras realizadas, eu me perguntava: Afinal, quem seriam os reais parasitas? De resposta não inteiramente desconhecida, me interessava, neste momento e com esta investigação, a identificação de mecanismos voltados à centralização, à valorização e à transferência do capital financeiro do Estado às principais instituições financeiras atuantes no país.

Assim, com o objetivo de investigar e analisar as relações entre o Estado brasileiro e as principais instituições financeiras, a partir do exame da circulação do capital financeiro no mercado de títulos públicos, considerando o Demab e a Codip, e no mercado de crédito, via captação e intermediação dos desembolsos do BNDES, entre 2003 a 2018, o estudo, como resultado de um largo esforço, envolveu a investigação distintas fontes primárias e secundárias, e a revisão bibliográfica de temas situados em diferentes áreas do conhecimento.

Para responder ao questionamento inicial, ou seja, entre 2003 e 2018, as principais instituições financeiras atuantes no Brasil desempenharam o papel de credores da dívida pública e de financiadores do Estado, ao mesmo tempo em que desempenharam o papel de prestatários e intermediários financeiros dos recursos do Estado, por meio de empréstimos do BNDES Direto e Indireto, e contaram com a participação acionária do BNDESPar no capital das empresas vinculadas aos seus grupos?, investigamos e identificamos, inicialmente, as principais instituições financeiras *dealers* do mercado de títulos públicos, ou seja, as instituições financeiras credenciadas pelo Bacen e pelo TN para operar no Demab e na Codip, e os principais agentes financeiros intermediários credenciados pelo BNDES no período.

Como principais *dealers* do mercado de títulos públicos identificamos os bancos: Bradesco, incluindo a aquisição do HSBC Bank Brasil; Itaú Unibanco, considerando a fusão

do Itaú com o Unibanco; Banco do Brasil; BTG Pactual, abarcando o Pactual e o UBS Pactual; Caixa Econômica Federal; Santander (Brasil), abrangendo o Santander Banespa e o Santander; Votorantim; Citibank; e JP Morgan, sendo os três últimos em menor medida.

Houve expressiva participação do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, especialmente durante o primeiro governo Lula e o primeiro governo Dilma. Entendemos que, como *dealers*, o Banco do Brasil e a Caixa, com autonomia para aquisições no mercado de ativos federais, podem sofrer maior influência na absorção dos títulos emitidos pelo governo, especialmente em função de alterações na política de gestão do endividamento e da política monetária em vigor. Entendemos ser provável, mas não determinante, um maior diálogo entre estas e o Bacen, ainda que a presidência do órgão possa ser exercida, como abordamos no quinto capítulo, por profissionais e/ou investidores vinculados às instituições financeiras privadas.

Com a investigação da atuação destas instituições ao longo do desenvolvimento do mercado de títulos públicos constatamos que, na aparente simbiótica relação entre *dealers* e o Bacen, o atendimento das demandas por melhores remunerações e prazos foi a contrapartida do Bacen ao desenvolvimento do mercado de títulos e ao seu uso como instrumento de política monetária. Os ajustes nos instrumentos nominativos pelo Bacen e pelo TN dialogaram com a necessidade de atratividade dos títulos, o que beneficiou os investidores, em destaque as instituições financeiras *dealers*. Como exemplo, destacamos a redução da Taxa Selic e a queda do IPCA entre 2015 e 2016, índices de correção de diferentes títulos, e o aumento do custo médio acumulado ao governo pela emissão desses papéis no mesmo período. Ainda que a trajetória das operações compromissadas feitas com títulos tenha se mantido em constante crescimento entre 2015 e 2016, ela foi inferior ao crescimento observado entre 2013 e 2014. Assim, com o aumento do custo médio dos títulos públicos ao governo, inferimos que houve o aumento das Taxas Contratadas que, junto aos índices de correção, remuneraram esses ativos.

Como principais agentes financeiros intermediários do BNDES identificamos os bancos Bradesco, Itaú Unibanco, Santander (Brasil), do Brasil e a Caixa Econômica Federal. Com menor destaque em relação aos bancos supracitados identificamos os bancos Votorantim, Safra, BTG Pactual e JP Morgan. Tais instituições, além de terem atuado junto ao BNDES, intermediando quase a totalidade dos desembolsados do BNDES Indireto, disponibilizaram no mercado de crédito recursos próprios e provenientes da gestão de fundos diversos e de depósitos à longo prazo dos seus clientes. O poder derivado da concentração e acúmulo de capital pode ter auxiliado no controle das taxas de juros efetivamente praticadas no mercado, distanciando-as da Taxa Selic definida pelo Copom a partir das metas do CMN. Pode também ter interferido

no funcionamento de mecanismos voltados ao controle da inflação no país, alterando a liquidez na economia via mercado de crédito, ponto que nos levou a questionar a real autoridade monetária do país, a efetividade de suas estratégias e os fundamentos nos quais se pauta.

O controle das taxas de juros efetivamente praticadas no mercado pode ocorrer por meio dos *spreads* bancários calculados sobre os créditos livres e direcionados, destinados às pessoas físicas e/ou jurídicas. Neste estudo, constatamos elevado *spread* calculado sobre os créditos livres às pessoas físicas e reduzido *spread* calculado sobre os créditos direcionados às pessoas jurídicas. O Bacen e as instituições financeiras justificaram os altos *spreads* aos créditos livres como forma de incentivo à atividade de intermediação financeira dos créditos direcionados, especialmente do BNDES Indireto, nos quais incidem baixo *spread*, e em garantia ao risco assumido pelas operações num contexto de crescente inadimplência no país.

Ainda que tenha ocorrido queda na inadimplência das pessoas físicas entre 2015 e 2017, houve o aumento do *spread* que incidiu sobre estes empréstimos entre 2015 e 2016. Porém, entre 2015 e meados de 2017, houve o aumento da inadimplência das pessoas jurídicas, tendo o *spread* para tal pouco oscilado no período. Com esta constatação, entendemos que os custos da inadimplência das empresas foram repassados às pessoas físicas que, mais frágeis diante de uma disputa judicial, foram inseridas no processo de transferência contínua de renda às instituições financeiras. Considerando que o aprofundamento desta questão nos levaria a uma nova investigação, deixamos a indicação aos leitores interessados na continuidade do estudo.

Com o auxílio da Análise de Redes Sociais e com a adoção da perspectiva dos grupos econômicos e/ou financeiros, delimitamos uma rede de financiamentos do BNDES para cada governo federal entre 2003 e 2018 e inserimos as empresas vinculadas aos grupos aos quais os principais *dealers*, também agentes intermediários, se vinculavam e que receberam aportes do BNDES no período. Verificamos a ocorrência de financiamentos cruzados envolvendo as instituições financeiras analisadas e empresas vinculadas a outros grupos econômicos e/ou financeiros presentes nas redes. Como exemplo, o Banco Itaú Unibanco, que direcionou parte dos recursos intermediados do BNDES para uma das empresas vinculadas ao Grupo Bradesco durante o primeiro governo Lula, recebeu, em uma das empresas vinculadas ao seu grupo, recursos intermediados pelo Banco Bradesco no período. O Banco Votorantim, que intermediou valores do BNDES às empresas do Grupo Itaúsa nos governos Lula e no primeiro governo Dilma, recebeu empréstimos intermediados pelo Banco Itaú Unibanco em empresas vinculadas ao seu grupo, no mesmo período. O Banco do Brasil, que intermediou recursos do BNDES às empresas dos grupos Bradesco, Votorantim, Itaúsa e BTG durante os governos Lula e Dilma,

recebeu recursos do BNDES intermediados pelos bancos Votorantim, Itaú Unibanco e Santander (Brasil). Assim, os financiamentos cruzados aparecem como forma de expressão dos laços de solidariedade de classe que, emergidos no processo conflituoso e contraditório da concorrência, representam uma forma de solidariedade burguesa e, sobretudo, classista.

Ainda nas redes delimitadas, constatamos que a centralidade, indicando o agente que intermediou o maior volume e o maior número de operações financeiras dentro da rede, foi assumida, em boa parte do período analisado, pelas instituições financeiras privadas, em destaque pelos bancos Itaú Unibanco, Bradesco e Santander (Brasil). O Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, representando os bancos públicos nas redes, assumiram a centralidade apenas no segundo governo Lula e no primeiro governo Dilma. No entanto, o Banco do Brasil se destacou por intermediar os recursos do BNDES Indireto às empresas localizadas dentro da rede, contribuindo para a centralização dos desembolsos do BNDES nos mesmos agentes. A Caixa, por sua vez, se destacou por intermediar estes recursos fora da rede.

A centralidade dos bancos públicos nas redes ocorreu durante o enfretamento dos reflexos da crise do sistema financeiro internacional no Brasil. O aumento da competição entre estas instituições e as instituições privadas, via extensão da oferta do crédito e diminuição da taxa de juros dos bancos públicos pelo governo, auxiliou no aquecimento da economia no período. Com o afastamento do cenário agudo da crise e com os novos arranjos no governo, os bancos privados retomaram a posição, centralizando os recursos do BNDES.

Assim, com a investigação das dinâmicas dos mercados de títulos públicos e de créditos do BNDES, constatamos que as instituições financeiras identificadas atuaram junto ao Estado para a geração de mais capital, o que demonstra a importância do capital portador de juros no debate proposto. Nas operações envolvendo títulos públicos, houve a utilização da capacidade do Estado em gerar e impulsionar o capital fictício, emitindo papéis que garantem, no presente, o recebimento de renda futura. Nas operações junto ao BNDES, as instituições citadas utilizaram, em investimentos próprios, o capital financeiro do Estado, via BNDES, fruto das arrecadações junto ao setor produtivo, às rendas dos trabalhadores, às aplicações do BNDES e ao mercado de títulos públicos. Como grande parte do capital de empréstimo do BNDES se torna capital produtivo, ou seja, é aplicado na produção, a cobrança de *spread* bancário e juros pela atividade de intermediação transferiu às instituições financeiras intermediárias parte do lucro dos setores produtivos fomentados, ou seja, do mais-valor produzido.

Com este entendimento, investigamos a relação entre as redes de financiamentos do BNDES, o mercado de títulos públicos, o financiamento privado das campanhas presidenciais

de 2002, 2006, 2010 e 2014, e os vínculos profissionais dos presidentes do Bacen, indicados e nomeados pelo presidente eleito. Tratou-se do nosso intento em verificar se tais instituições financeiras, ou empresas vinculadas aos seus grupos, financiaram campanhas para presidência da república e atuaram com seus representantes na presidência do Bacen no período. Com a inserção de novos atores e relações nas redes, como as empresas vinculadas aos grupos que realizaram doações às campanhas, os vínculos dos presidentes do Bacen e o volume das doações realizadas, verificamos, inicialmente, o aumento progressivo das doações efetuadas pelas instituições financeiras apontadas e empresas vinculadas aos seus grupos.

No pleito de 2002, o Banco Itaú se destacou ao doar R\$ 2,45 milhões aos dois principais partidos/candidatos. No primeiro governo Lula, a mesma instituição se destacou como o maior intermediário do BNDES Indireto, movimentando R\$ 8,137 bilhões. Nas eleições de 2006, o Banco Itaú apontou novamente como a maior instituição doadora, destinando R\$ 7 milhões às campanhas dos dois principais partidos/candidatos. No segundo governo Lula, o banco também se destacou no BNDES Indireto, movimentando cerca de R\$ 28 bilhões. No pleito de 2010, o Banco Itaú Unibanco, considerando a fusão dos bancos Itaú e Unibanco, foi o maior doador dentre as instituições analisadas, destinando cerca de R\$ 8 milhões aos dois principais partidos/candidatos. No primeiro governo Dilma, o banco apontou como o maior intermediário do BNDES Indireto, movimentando R\$ 48,429 bilhões. O Banco Bradesco apareceu em segundo lugar, doando R\$ 2,335 milhões às campanhas dos dois principais partidos/candidatos e intermediando R\$ 36,923 bilhões do BNDES Indireto.

Já no pleito de 2014, o Banco BTG Pactual se destacou por doar R\$ 15,8 milhões aos dois principais partidos/candidatos. No entanto, durante o segundo governo Dilma, o banco não atuou como intermediário do BNDES Indireto e a posição de destaque foi assumida pelo Banco Bradesco, intermediando R\$ 6,272 bilhões, sem ter feito doações diretas às campanhas das duas principais candidaturas. Porém, se considerarmos as empresas vinculadas ao Grupo Bradesco em 2014, elas se destacaram pelas doações realizadas, sendo R\$ R\$ 16,525 milhões. O Banco Itaú Unibanco, segundo maior doador em 2014, enviando R\$ 8 milhões aos dois principais partidos/candidatos, foi o segundo maior intermediário financeiro do BNDES Indireto, movimentando R\$ 5,927 bilhões. O Banco Itaú Unibanco torna-se novamente o maior intermediário do BNDES no governo Temer, destinando a maior parte dos R\$ 8 bilhões que movimentou às empresas localizadas no interior da rede delimitada.

Constatamos que as instituições financeiras privadas assumiram a centralidade nas redes, intermediando grande volume de recursos do BNDES em seu interior e contribuindo para

a centralização destes num pequeno grupo, nos momentos em que os presidentes do Bacen apresentaram vínculos diretos e/ou indiretos, antes e/ou após assumir o cargo, com o setor financeiro privado. Esta relação pode ser observada no contexto da eleição e deposição de Dilma e da assunção de Temer ao cargo. Na eleição de 2014, as instituições financeiras identificadas apoiaram financeiramente, em maior medida, a campanha do partido/candidato do PSDB. A queda no resultado líquido destas instituições durante o segundo governo Dilma foi revertida apenas em meados de 2016, como demonstrado no terceiro capítulo, coincidindo com o governo Temer e com a nomeação de Ilan para a presidência do Bacen. Durante os governos Lula e Temer, os presidentes do Bacen possuíam vínculos diretos, como no caso de Ilan, e indiretos, como no caso de Meirelles, com o Banco Itaú Unibanco. Apenas nos governos Dilma o presidente do Bacen, Tombini, era funcionário de carreira do próprio Banco.

Desse modo, entendemos que o financiamento privado de campanhas eleitorais e a nomeação de pessoas específicas para a presidência do Bacen compõem um dos processos que possibilitam a circulação de pessoas do setor financeiro privado em importantes cargos do governo e vice-versa. As eleições aparecem como um importante campo de disputa por hegemonia e os financiamentos privados, como um estratégico instrumento das frações de classe no bloco do poder, em especial da fração representante do grande capital financeiro. Verificamos que esta fração de classe, ao atuar dentro do Estado e a partir dele, estabeleceu, na maior parte do período analisado, os seus interesses particulares como prioritários.

O exercício desta influência política guarda estreita relação com a adoção do Tripé Macroeconômico, modelo que, ao prever o uso das metas da Taxa Selic para a definição da meta de superávit primário, e não a real situação fiscal vivenciada no Brasil, submeteu a política fiscal à política monetária. O Tripé, adotado durante o governo FHC, foi mantido pelos governos Lula, ainda que suas regras rígidas, como a contenção dos gastos do governo, não tenham sido priorizadas. No primeiro governo Dilma, a Nova Matriz Econômica, em substituição ao Tripé, recebeu fortes críticas dos representantes do setor financeiro privado, pois, para estes, o abandono das regras do Tripé teria causado desarranjos na economia, como o crescimento do PIB de apenas 0,9% em 2012 e o aumento da inflação. Ainda que o segundo governo Dilma tenha recuado frente as pressões sofridas, as estratégias adotadas não foram suficientes para evitar o impeachment em 2016.

Temer, ao retomar o Tripé Macroeconômico, fortalece a política fiscal do país para consolidar um maior superávit primário e encaminhá-lo ao pagamento dos serviços da dívida, restringindo, para tal, o orçamento da União destinado à educação, à saúde e à seguridade social.

Neste ínterim, houve ampla propagação da narrativa comparando o orçamento do Estado com um orçamento doméstico, fortalecendo a ideia da austeridade como remédio necessário à recomposição do equilíbrio orçamentário, ainda que a redução dos custos do governo impactasse negativamente em importantes áreas sociais e serviços públicos.

De modo geral, no que tange às contribuições que as relações apontadas podem representar às discussões sobre a relação entre sistema financeiro, grupos econômicos e Estado no Brasil e sobre o endividamento público, um dos questionamentos propostos, acreditamos contribuir para a ampliação dos estudos sobre as relações estabelecidas entre o Estado brasileiro e as principais instituições financeiras atuantes no país, por meio do exame da circulação do capital financeiro mercado de títulos públicos e na rede de financiamentos do BNDES e, sobretudo, para a compreensão de mecanismos utilizados para a centralização, valorização e transferência do capital financeiro arrecadado pelo Estado às instituições identificadas. Com a investigação e análise do financiamento privado de campanhas eleitorais e das pessoas indicadas e nomeadas à presidência do Bacen, acreditamos ter contribuído também para a compreensão do processo de disputa por hegemonia no bloco do poder, em especial pela fração de classe representante do grande capital financeiro. Assim, com os questionamentos descritos, os procedimentos teóricos e metodológicos adotados e os dados sistematizados, confirmamos a hipótese inicial, segundo a qual as instituições financeiras que atuam no mercado de títulos públicos (via Demab e Codip) e no mercado de crédito (intermediação dos recursos do BNDES), utilizaram o Estado como meio de circulação e valorização do capital financeiro, transferindo para si parte do capital financeiro do Estado e parte do lucro do setor produtivo.

Constatamos que, num contexto de crise, o Estado assumiu o fomento de diversos setores produtivos, e que os *spreads* bancários sobre os créditos livres e direcionados foi uma das formas de apropriação, pelas instituições intermediárias, de parte do mais-valor, sem que isso lhes exigisse o envolvimento direto com as atividades produtivas. Houve o relativo afastamento destas instituições da queda tendencial da taxa de lucro e a utilização da capacidade do Estado em gerar capital fictício, em circular o capital de empréstimo portador de juros, e em captar parte das rendas e do mais-valor produzido. O Estado, nesse sentido, ao mesmo tempo em que abrigou, como um hospedeiro, representou os interesses dos reais parasitas, se tornando, num contexto de hegemonia do grande capital financeiro, um de seus instrumentos de atuação.

Certos de que o tema abordado não se esgota nesta pesquisa, acreditamos que os dados e as fontes apresentadas podem ser utilizados em novas abordagens. Entendemos que as análises expostas, podendo ser confirmadas e refutadas em futuras investigações, contribuem, não

apenas para ampliar os estudos sociopolíticos sobre o sistema financeiro, mas para a compreensão dos impactos da disputa por hegemonia na dinâmica do Estado e da sociedade.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Marcelo de Paiva. **Os Funding Loans Brasileiros, 1898-1931**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2002. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/4384/1/PPE_v32_n03_Funding.pdf Acesso em: 11 de out. de 2018.
- AGUIAR, Itamar. **Eleições presidenciais de 2002: partidos, elites e a perspectiva de mudança**. 2006. 360 f. Tese (Doutorado em Sociologia Política) - Programa de Pós-graduação em Sociologia Política, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2006. Disponível em: <http://www.tede.ufsc.br/teses/PSOP0252.pdf> Acesso em: 07 de nov. de 2020.
- ALMEIDA, Luiz Fernando Carnot Ribeiro de. **A política monetária e a curva de rendimentos dos títulos públicos federais: a atuação do Banco Central do Brasil no período 2003-2012**. 2014. 158 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.
- ALTHUSSER, Louis. **Idéologie et appareils idéologiques d'État**. Paris: Éditions Sociales, 1976.
- ALVIM, Valdir. O Sistema da Dívida Pública: novo regime fiscal e a restauração neoliberal da era FHC. **Revista NECAT**, Florianópolis, Ano 6, n. 12, Jul-Dez de 2017. Disponível em: <http://incubadora.periodicos.ufsc.br/index.php/necat/article/view/5071> Acesso em: 14 de setembro de 2018.
- ANEFAC. **Pesquisa de juros**. Disponível em: www.anefac.org/pesquisa-de-juros Acesso em: 14 de jun. de 2018.
- ATHAYDE, David Rebelo; VIANNA, André Coelho. Dívida pública brasileira: uma análise comparativa dos três principais indicadores de esforço fiscal do governo. **Nova economia** [online], Belo Horizonte, v. 25 n. 2, pp.403-420, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/0103-6351/2172> Acesso em: 05 de nov. de 2019.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Circular nº 3.746, de 27 de janeiro de 2015**. Dispõe sobre as instituições credenciadas a operar como dealers com o Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab). Disponível em: www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48582/Circ_3746_v1_O.pdf Acesso em: 14 de abr. de 2019.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Gestão da Dívida Mobiliária e Operações de Mercado Aberto**. 2014. Disponível em: <http://files.acjassumpcao77.webnode.com/200000223-42a87449c1/FAQ%206-Gest%C3%A3o%20da%20Divida%20Mobili%C3%A1ria%20e%20Opera%C3%A7%C3%B5es%20de%20Mercado%20Aberto.pdf> Acesso em: 15 de nov. de 2019.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Portal de Dados abertos**. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/22707-balanca-comercial---balanco-de-pagamentos---mensal---saldo> Acesso em: 15 de abr. de 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária, 2017**. Disponível em: www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REB_2017.pdf Acesso em: 30 de out. de 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Estabilidade Financeira, maio de 2008**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2008_05/ref20085p.pdf Acesso em: 25 de jan. de 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 366, de 09 de abril de 1976**. Aprovar o Regulamento anexo, que disciplina os compromissos de recompra ou compra e de revenda ou venda de títulos de renda fixa negociados no mercado de capitais. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1976/pdf/res_0366_v2_L.pdf Acesso em: 11 de abr. de 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 394, de 3 de novembro de 1976**. O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada em 20 de outubro de 1976, tendo em vista o disposto no art. 4º, incisos VI, VIII, XI e XII, da referida Lei, resolveu [...]. Disponível em: www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1976/pdf/res_0394_v13_P.pdf Acesso em: 10 de dez. de 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 432, de 23 de junho de 1977**. O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada nesta data, tendo em vista o disposto no art. 4º, inciso V, da mencionada Lei [...]. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/40754/Res_0432_v2_L.pdf Acesso em: 17 de fev. de 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 550, de 21 de junho de 1979**. Dar nova denominação às operações de que trata o MNI 16-12-1, que passarão a intitular-se "Empréstimos de Liquidez", e modificar lhes as normas operacionais. Disponível em: www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/40543/Res_0550_v1_O.pdf Acesso em: 05 de abr. de 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 4.444, de 13 de novembro de 2015**. Dispõe sobre as normas que disciplinam a aplicação dos recursos das reservas técnicas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras, das sociedades de capitalização, das entidades abertas de previdência complementar e dos resseguradores locais, sobre as aplicações dos recursos exigidos no País para a garantia das obrigações de resseguradora admitido e sobre a carteira dos Fundos de Aposentadoria Programada Individual (Fapi). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/normativ/Resolucao4444.pdf?r=1> Acesso em: 15 de mar. de 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL; MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Decisão Conjunta nº 14, de 20 de março de 2003**. Dispõe sobre o credenciamento de instituições para operarem, no mercado de títulos públicos e no de derivativos, com o Banco Central do Brasil e com a Secretaria do Tesouro Nacional. Disponível em: <http://www.deloitte.com.br/publicacoes/2003all/042003/bacen/dc14.pdf> Acesso em: 15 de mar. de 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL; SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Decisão-Conjunta nº 14, de 20 de março de 2003.** Dispõe sobre o credenciamento de instituições para operarem, no mercado de títulos públicos e no de derivativos, com o Banco Central do Brasil e com a Secretaria do Tesouro Nacional. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/342765/Decis%C3%A3o+Conjunta+18.pdf/bcfbedcd-a2cf-495b-998e-b3591adbe612> Acesso em: 19 de nov. de 2019.

BANCO DO BRASIL. **Carta Anual de Políticas Públicas e de Governança Corporativa do Banco do Brasil S.A. referente ao exercício social de 2018.** Disponível em: <https://ri.bb.com.br/governanca-e-sustentabilidade/carta-anual-de-politicas-publicas-e-governanca-corporativa/> Acesso em: 10 de fev. de 2020.

BARBOSA, Leticia Cristina. **Conquistando corações e mentes:** Uma análise da National Endowment for Democracy (NED) no Equador (2006-2016). 2018. 320 f. Tese (Doutorado em Sociologia Política) - Programa de Pós-Graduação em Sociologia Política, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2018. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/193316> Acesso em: 20 de jan. de 2019.

BARROS, Luiz Carlos Mendonça. A moeda indexada: Uma experiência brasileira. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 2, n. 1, p. 3-24, agosto de 1993.

BENAKOUCHE, Rabah. **Bazar da dívida externa brasileira.** São Paula: Boitempo, 2013.

BENAKOUCHE, Rabah. **Endividamento brasileiro: um grande negócio.** ULisboa: Editora Chiado Books, 2018.

BNDES. **Estatuto do BNDES.** Disponível em: www.bndes.gov.br Acesso em: 10 de jun. de 2020.

BNDES. **Ética e Integridade:** 10 diretrizes de relacionamento com o BNDES. Disponível em: www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/947f6cf0-7d8e-45c2-b7d4-46d6168059b0/BNDES_Guia+10+diretrizes_web.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mAWKvES Acesso em: 22 de abr. de 2020.

BOITO JR., Armando. Estado e burguesia no capitalismo neoliberal. **Revista de Sociologia e Política**, Curitiba, v. 28, 2007. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-44782007000100005&lng=pt&nrm=iso Acesso em: 15 de mar. de 2018.

BONACICH, Phillip. Power and centrality: A Family of measures. **American Journal of Sociology**, The University of Chicago Press, v. 92, n. 5, 1987.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.** Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm Acesso em: 15 de mai. de 2018.

BRASIL. **Decreto nº 7.724, de 16 de maio de 2012.** Regulamenta a Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011, que dispõe sobre o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do

caput do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição. Brasília, DF: Presidência da República, 2012. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2011-2014/2012/decreto/d7724.htm Acesso em: 14 de abr. de 2019.

BRASIL. **Decreto nº 22.626 de 07 de abril de 1933**. Dispõe sobre os juros nos contratos e da outras providências. DF: Presidência da República, 1933. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D22626.htm Acesso em: 20 de fev. de 2020.

BRASIL. **Decreto nº 54.252 de 03 de setembro de 1964**. Regulamenta as disposições dos artigos 1º a 4º e 14 da Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964. DF: Presidência da República, 1964. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1960-1969/decreto-54252-3-setembro-1964-394329-norma-pe.html> Acesso em: 10 de fev. de 2020.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 1.940, de 25 de maio de 1982**. Institui contribuição social, cria o Fundo de Investimento Social (FINSOCIAL) e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1982. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del1940.htm Acesso em: 14 de abr. de 2019.

BRASIL. **Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016**. Altera o Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, para instituir o Novo Regime Fiscal, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2016. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc95.htm Acesso em: 20 de set. de 2019.

BRASIL. **Lei nº 1.628, de 20 de junho de 1952**. Dispõe sobre a restituição dos adicionais criados pelo art. 3º da Lei nº 1.474, de 26 de novembro de 1951, e fixa a respectiva bonificação; autoriza a emissão de obrigações da Dívida Pública Federal; cria o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; abre crédito especial e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1952. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/1950-1969/L1628.htm Acesso em: 14 de abr. de 2019.

BRASIL. **Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964**. Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. Brasília, DF: Presidência da República, 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14320.htm Acesso em: 10 de jan. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964**. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14380.htm Acesso em: 10 de jan. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 4.537, de 16 de julho de 1964**. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14357.htm Acesso em: 25 de jun. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.** Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm Acesso em: 10 de jan. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965.** Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, DF: Presidência da República, 1965. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm Acesso em: 10 de jan. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 5.662, de 21 de junho de 1971.** Enquadra o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE) na categoria de empresa pública, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1971. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L5662.htm Acesso em: 10 de dez. de 2019.

BRASIL. **Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990.** Dispõe sobre o regime jurídico dos servidores públicos civis da União, das autarquias e das fundações públicas federais. Brasília, DF: Presidência da República, 1990. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8112cons.htm Acesso em: 24 de mar. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 9.096, de 19 de setembro de 1995.** Dispõe sobre partidos políticos, regulamenta os arts. 17 e 14, § 3º, inciso V, da Constituição Federal. Brasília, DF: Presidência da República, 1995. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9096.htm Acesso em: 18 de mai. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 9.504, de 30 de setembro de 1997.** Estabelece normas para as eleições. Brasília, DF: Presidência da República, 1997. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9504.htm Acesso em: 24 de jan. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 9.650, de 27 de maio de 1998.** Dispõe sobre o Plano de Carreira dos servidores do Banco Central do Brasil e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1998. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9650.htm Acesso em: 24 de mar. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006.** Reduz a zero as alíquotas do imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira - CPMF nos casos que especifica; altera a Lei nº 9.311, de 24 de outubro de 1996; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2006. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Lei/L11312.htm Acesso em: 10 de jan. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 11.459, de 21 de março de 2007.** Altera a Lei nº 9.096, de 19 de setembro de 1995, para estabelecimento do critério de distribuição do Fundo Partidário. Brasília, DF: Presidência da República, 2007. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11459.htm Acesso em: 18 de mai. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011.** Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei nº

11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei nº 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2011. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112527.htm Acesso em: 28 de fev. de 2019.

BRASIL. **Lei nº 12.618, de 30 de abril de 2012.** Institui o regime de previdência complementar para os servidores públicos federais titulares de cargo efetivo, inclusive os membros dos órgãos que menciona; fixa o limite máximo para a concessão de aposentadorias e pensões pelo regime de previdência de que trata o art. 40 da Constituição Federal; autoriza a criação de 3 (três) entidades fechadas de previdência complementar, denominadas Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Executivo (Funpresp-Exe), Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Legislativo (Funpresp-Leg) e Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Judiciário (Funpresp-Jud); altera dispositivos da Lei nº 10.887, de 18 de junho de 2004; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2012. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/lei/112618.htm Acesso em: 18 de jul. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 12.875, de 30 de outubro de 2013.** Altera as Leis nº 9.096, de 19 de setembro de 1995, e nº 9.504, de 30 de setembro de 1997, nos termos que especifica. Brasília, DF: Presidência da República, 2013. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12875.htm Acesso em: 18 de mai. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 13.005, de 25 de junho de 2014.** Aprova o Plano Nacional de Educação – PNE e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2014. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2014/lei-13005-25-junho-2014-778970-publicacaooriginal-144468-pl.html> Acesso em: 20 de mar. de 2018.

BRASIL. **Lei nº 13.165, de 29 de setembro de 2015.** Altera as Leis nº 9.504, de 30 de setembro de 1997, nº 9.096, de 19 de setembro de 1995, e nº 4.737, de 15 de julho de 1965 - Código Eleitoral, para reduzir os custos das campanhas eleitorais, simplificar a administração dos Partidos Políticos e incentivar a participação feminina. Brasília, DF: Presidência da República, 2015. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113165.htm Acesso em: 17 de fev. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 13.483, 21 de setembro de 2017.** Institui a Taxa de Longo Prazo (TLP); dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Fundo da Marinha Mercante (FMM) e sobre a remuneração dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); altera as Leis nº 8.019, de 11 de abril de 1990, 9.365, de 16 de dezembro de 1996, 10.893, de 13 de julho de 2004, e 10.849, de 23 de março de 2004; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13483.htm Acesso em: 20 de jan. de 2020.

BRASIL. **Lei nº 13.488, de 6 de outubro de 2017.** Altera as Leis nº 9.504, de 30 de setembro de 1997 (Lei das Eleições), 9.096, de 19 de setembro de 1995, e 4.737, de 15 de julho de 1965 (Código Eleitoral), e revoga dispositivos da Lei nº 13.165, de 29 de setembro

de 2015 (Minirreforma Eleitoral de 2015), com o fim de promover reforma no ordenamento político-eleitoral. Brasília, DF: Presidência da República, 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13488.htm Acesso em: 10 de jan. de 2020.

BRASIL. **Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000.** Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2000. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm Acesso em: 13 de nov. de 2019.

BRASIL. CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Projeto de Lei da Câmara nº 54, de 2009.** Estabelece limites para a dívida pública mobiliária federal. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/90787> Acesso em 13 de dez. de 2020.

BRASIL. SENADO FEDERAL. **Projeto de Resolução do Senado nº 84, de 2007.** Dispõe sobre o limite global para o montante da dívida consolidada da União. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/83503> Acesso em 13 de dez. de 2020.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Macroeconomia Pós-Plano Real: as relações básicas. In: SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de; e MICHEL, Renalt (Org.). **Novo Desenvolvimentismo: Um Projeto Nacional de Crescimento com Equidade Social.** Barueri: Manole; Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, p.3-47, 2005. Disponível em: <http://bresserpereira.org.br/papers/2005/78-macroposplanoreal.pg.pdf> Acesso em: 5 de mai. de 2020.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. O governo Dilma frente ao "tripé macroeconômico" e à direita liberal e dependente. **Novos estudos – CEBRAP**, São Paulo, n. 95, p.5-15, mar. 2013. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/S0101-33002013000100001> Acesso em: 15 de jun. de 2020.

CAMPOS, Eduardo. Carta de Tombini explica estouro da meta de inflação em 2015. **Valor Econômico** [online]. Finanças, 8 de jan. de 2016. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2016/01/08/carta-de-tombini-explica-estouro-da-meta-de-inflacao-em-2015.ghtml> Acesso em: 27 de jan. de 2020.

CARNEIRO, Ricardo. **Bancos, spreads e impostos.** Campinas: Instituto de Economia da UNICAMP, 2018. Disponível em: www.eco.unicamp.br/index.php/midia/457-bancos-spreads-e-impostos Acesso em: 23 de dez. de 2019.

CARNEIRO, Ricardo. Parte I: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky. In: **Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira.** Economia e sociedade [online]. 2019a, v. 28, n. 2, pp. 293-312. Disponível em: www.scielo.br/scielo.php?script=sci_abstract&pid=S0104-06182019000200293&lng=pt&nrm=iso Acesso em: 12 de out. de 2019.

CARNEIRO, Ricardo. Parte II: uma reflexão sobre a financeirização a partir da literatura contemporânea. In: **Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira.**

Campinas: Instituto de Economia da UNICAMP, 2019b. Disponível em: www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/TD/TD364.pdf Acesso em: 2 de nov. de 2019.

CAVALCANTI, Felipe de Oliveira; CARRASCO-GUTIERREZ, Carlos Enrique; DIVINO, José Angelo. Determinantes do spread bancário no Brasil e os impactos do acordo de Basileia III. In: **XVII Encontro Brasileiro de Finanças**, Brasília, 2017.

CERVI, Emerson Urizzi. Financiamento de campanha e desempenho eleitoral no Brasil: análise das contribuições de pessoas jurídicas, físicas e partidos políticos às eleições de 2008 nas capitais de estado. **Revista Brasileira de Ciência Política**, n. 4, p. 135-167, 2010.

Disponível em:

http://bibliotecadigital.tse.jus.br/xmlui/bitstream/handle/bdtse/3216/2010_cervi_financiamento_campanhas_desempenho.pdf?sequence=1&isAllowed=y Acesso em: 10 de nov. de 2019.

CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Org). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

COELHO, José Ricardo Roriz. Spread bancário: evolução de seus componentes e agenda do Banco Central. **Fiesp** [online], 2017. Disponível em: www.fiesp.com.br Acesso em: 15 de dez. de 2019.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução nº 79, de 06 de dezembro de 1967**. O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma da deliberação do Conselho Monetário Nacional, em sessão de 20.12.67, de acordo com o disposto nos arts. 4º, inciso XIV, e 9º, da Lei nº 4.595, de 31.12.1964, e no Decreto-lei nº 108, de 17.1.67, e [...]. Rio de Janeiro: CMN, 1967. Disponível em:

https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/39966/Res_0079_v2_L.pdf Acesso em: 12 de jan. de 2020.

CORSI, Francisco. A política econômica do governo Dilma: baixo crescimento e recessão. **Revista Novos Rumos**, v. 53 n. 1, 2016. Disponível em:

<http://www2.marilia.unesp.br/revistas/index.php/novosrumos/article/view/8495> . Acesso em: 18 de mar. de 2020.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Spread Bancário: Problema Complexo sem Solução Simples**. São Paulo: Editora Contexto, 2018. Disponível em:

<https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2018/09/fernando-n-costa-spread-bancc3a1rio-problema-complexo-set-2018.pdf> Acesso em: 15 de nov. de 2019.

COUTINHO, Carlos Nelson. **Marxismo e política: a dualidade de poderes e outros ensaios**. São Paulo: Cortez, 1994.

COUTINHO, Carlos Nelson. A hegemonia da pequena política. In: OLIVEIRA, Francisco de.; BRAGA, Ruy; RIZEK, Cibele Saliba. (Org.). **Hegemonia às avessas**. São Paulo: Boitempo, 2010.

COUTINHO, Carlos Nelson. **De Rousseau a Gramsci: ensaios de teoria política**. São Paulo: Boitempo, 2011.

CRUZ, Sebastião Carlos Velasco e. **Elementos teóricos para a análise da burguesia**. Rio de Janeiro: IUPERG, 1979.

DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS. Análise da evolução do crédito no período recente 2014 - 2017. In: **Nota Técnica, nº 193, abril de 2018**. Disponível em: www.dieese.org.br/notatecnica/2018/notaTecCredito2014a2017.pdf Acesso em: 30 de jan. de 2020.

DIAS, Rodolfo Palazzo. **A burguesia financeira em rede: as relações acionárias dos grupos financeiros privados nacionais no brasil (2002 – 2014)**. 2018. 338 f. Tese (Doutorado em Sociologia Política) - Programa de Pós-Graduação em Sociologia Política, Universidade Federal de Santa Catarina, 2018. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/198289/PSOP0628-T.pdf?sequence=1&isAllowed=y> Acesso em: 23 de mai. de 2020.

ESTADÃO CONTEÚDO. O Estado é um péssimo detentor de empresas, diz presidente do BNDES. **Estadão [online]**, Economia, 30 de set. de 2019. Disponível em: <https://exame.com/economia/o-estado-e-um-pessimo-detentor-de-empresas-diz-presidente-do-bndes/> Acesso em: 07 de jun. de 2020.

FARIAS, Francisco Pereira de. Frações burguesas e bloco no poder: uma reflexão a partir do trabalho de Nicos Poulantzas. In: **Crítica Marxista**, nº 28, p.81-98 nov/2009. Disponível em: https://www.ifch.unicamp.br/criticamarxista/arquivos_biblioteca/artigo166artigo4.pdf Acesso em: 16 de fev. de 2020.

FATTORELLI, Maria Lúcia. “Há um sistema da dívida pública”, crítica Maria Lucia Fattorelli. **Sul21**, 16 de nov., 2012. Disponível em: www.sul21.com.br/jornal/ha-um-sistema-da-divida-publica-critica-maria-lucia-fattorelli/ Acesso em: 18 jan. 2016.

FATTORELLI, Maria Lúcia. **Auditoria cidadã da dívida dos Estados**. Brasília: Inove Editora, 2013.

FATTORELLI, Maria Lúcia. O sistema da dívida no Brasil e no mundo. In: **Anais II Simpósio Orçamento Público e Políticas Sociais**. Londrina: UEL, 2014. Disponível em: <http://www.uel.br/eventos/orcamentopublico/pages/anais/ii-simposio-orcamento-publico-e-politicas-sociais.php> Acesso em: 14 de abr. de 2019.

FATTORELLI, Maria Lúcia. Ciclo de juros no Brasil. Auditoria Cidadã da Dívida. **ACD [online]**, 30 de dez., 2015a. Disponível em: www.auditoriacidada.org.br/ciclo-de-juros-no-brasil/ Acesso em: 18 jan. 2016.

FATTORELLI, Maria Lúcia. A dívida pública é um mega esquema de corrupção institucionalizado. **Carta Capital [online]**, Caderno de Economia, 09 de jun., 2015b. Disponível em: www.cartacapital.com.br/economia/201ca-divida-publica-e-um-mega-esquema-de-corrupcao-institucionalizado201d-9552.html Acesso em: 12 de jun. de 2016.

FATTORELLI, Maria Lúcia. O objetivo do nosso modelo econômico não é garantir uma vida digna para o brasileiro. **Carta Capital** [online], 05 de abr., 2016. Disponível em: www.carosamigos.com.br/index.php/grandes-entrevistas/6083-entrevista-maria-lucia-fattorelli Acesso em: 20 de ago. de 2016.

FATTORELLI, Maria Lúcia. O Sistema da Dívida no Brasil e no mundo. In: **Anais do II Simpósio Orçamento Público e Políticas Sociais**. Londrina: Universidade Estadual de Londrina, 2017. Disponível em: www.uel.br/eventos/orcamentopublico/pages/arquivos/II%20Simposio/TEXT0%20FATORELLI.pdf Acesso em: 20 de jan. de 2020.

FERREIRA, Alceu Conceição. **Os donos da dívida**. Um enfoque sociopolítico da dívida pública interna durante o governo FHC. 2005. 115 f. Dissertação (Mestrado em Sociologia Política) - Programa de Pós-Graduação em Sociologia Política, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2005. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/102672> Acesso em 20 de jan. de 2020.

FIGUEIREDO, Rafael Lopes. **Aquisição de título público por meio de tesouro direto como complementação da aposentadoria**. 2012. 74 fls. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) - Pós Graduação em Contabilidade e Finanças, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2012. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/handle/1884/39399> Acesso em: 10 de jun. de 2020.

FRAGA, Armínio. **Economia**. São Paulo: TV Cultura, 14 de junho de 1999. Entrevista concedida ao Programa Roda Viva. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=Y0JYGo0_tMQ Acesso em: 2 de mar. de 2020.

GALEANO, Eduardo. **De pernas pro ar**: a escola do mundo ao avesso. Tradução Sergio Faraco. Porto Alegre: L&PM, 1999.

GENTIL, Denise Lobato. **A política fiscal e a falsa crise da seguridade social brasileira: análise financeira do período 1990-2005**. 2006. 244f. Tese (Doutorado em Economia) Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

GOBETTI, Sérgio Wulff, AMADO, Adriana Moreira. Ajuste fiscal no Brasil: algumas considerações de caráter pós-keynesiano. **Revista de Economia Política**, v. 31, n. 1 (121), p. 139-159, janeiro-março de 2011. Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/rep/v31n1/a07v31n1.pdf> Acesso em: 12 de jul. de 2020.

GÓES, Bruno. BTG Pactual é o segundo maior doador eleitoral entre bancos. **O Globo** [online], 29 de novembro de 2015. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/brasil/btg-pactual-o-segundo-maior-doador-eleitoral-entre-bancos-18173005> Acesso em: 15 de nov. de 2020.

GONÇALVES, Reinaldo. Grupos econômicos: uma análise conceitual e teórica. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, v. 4, n. 4, p. 491-518, out./dez. 1991. Disponível em: <https://lemate.paginas.ufsc.br/files/2019/04/534-19325-1-PB.pdf> Acesso em: 7 de fev. de 2019.

GOULART, Josette. Banco Original, do grupo J&F, chega ao varejo com operação 100% digital. **Estadão** [online], Economia e Negócios, 29 de março de 2016. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,banco-original--do-grupo-jef--chega-ao-varejo-com-operacao-100-digital,10000023620> Acesso em: 10 de jan. de 2020.

GRAMSCI, Antonio. **Quaderni del cárcere**. Edizione critica dell'Istituto Gramsci a cura di Valentino Gerratana. Turim: Einaudi. 1975.

GRAMSCI, Antonio. Caderno 11 (1932-1933). Introdução ao estudo da filosofia. In: **Cadernos do Cárcere**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, v.1, 1999.

GRAMSCI, Antonio. Caderno 13 (1932-1934): Breves notas sobre a política de Maquiavel. In: **Cadernos do cárcere: Maquiavel notas sobre o Estado e a política**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, v. 3, 2000.

GRANOVETTER, Mark. Ação econômica e estrutura social: o problema da imersão. **RAE eletrônica**, v. 6, n. 1, 2007. Disponível em: https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1676-56482007000100006&script=sci_abstract&tlng= Acesso em: 10 de jan. de 2020.

GRUN, Roberto. **Decifra-me ou te devoro!** As finanças e a sociedade brasileira. Rio de Janeiro: MANA, v. 13, n. 2, p. 381-410, 2007. Disponível em: www.scielo.br/pdf/mana/v13n2/04.pdf Acesso em: 18 de jul. 2020.

GRUPPI, Luciano. **O conceito de hegemonia em Gramsci**. Rio de Janeiro: Graal, 1978.

HILFERDING, Rudolf. **El Capital Financiero**. Madrid: Editorial Tecnos, 1973.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATISTICA. **Em 2015, PIB cai 3,8% e totaliza R\$ 5,9 trilhões**. 2016. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/9610-em-2015-pib-cai-3-8-e-totaliza-r-5-9-trilhoes> Acesso em: 19 de abr. de 2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATISTICA. **PIB avança 1,0% em 2017 e fecha ano em R\$ 6,6 trilhões**. 2017. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/9610-em-2015-pib-cai-3-8-e-totaliza-r-5-9-trilhoes> Acesso em: 29 de abr. de 2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATISTICA. **Síntese de Indicadores Sociais: Uma análise das condições de vida da população brasileira - 2018**. 2018. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101629.pdf> Acesso em: 18 e jul. de 2020.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Comunicado nº 110, de 08 de setembro de 2011**. 2011. Ocupação no Setor Público Brasileiro: tendências recentes e questões em aberto. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/comunicado/110908_comunicadoipea110.pdf Acesso em: 17 de jul. de 2020.

IRWIN, Timothy C. **Accounting devices and fiscal illusions**. IMF Staff Discussion Note, 28 mar. 2012.

JUNCKES, Ivan Jairo et al. Poder e democracia: Uma análise da rede de financiamento eleitoral em 2014 no Brasil. **Revista Brasileira de Ciência Sociais** [online], São Paulo, v. 34, n. 100, 2019. Disponível em: www.scielo.br/pdf/rbcsoc/v34n100/0102-6909-rbcsoc-34-100-e3410006.pdf Acesso em: 15 de mar. de 2019.

KHANNA, Tarun. e RIVKIN, Jan Winter. Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. **Strategic Management Journal**, v. 22, n. 1, p. 45-74, 2001.

KORTEN, David C. **Quando as corporações regem o mundo: consequências da globalização**. São Paulo: Editora Futura, 1996.

KUCINSKI, Bernardo e BRANFORD, Sue. **A ditadura da dívida**. Causas e consequências da dívida latino-americana. São Paulo: Editora Brasiliense, 1987.

MACARINI, José Pedro. A política bancária do regime militar: O Projeto de Conglomerado (1967-1973). **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 16, n. 3, dez. 2007. Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/ecos/v16n3/03.pdf> Acesso em: 11 de jan. de 2020.

MANCUSO, Wagner P.; HOROCHOVSKI, Rodrigo Rossi.; CAMARGO, Neilor Fermino. Empresários e financiamento de campanhas na eleição presidencial brasileira de 2014. **Revista de Ciência Política**, São Carlos, v. 25, n. 3, p. 38-64, 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.4322/tp.25307> Acesso em: 03 de jun. de 2020.

MANFRINI, Sandra. FHC fechou três acordos com o FMI; confira o histórico. **Folha de São Paulo** [online], Brasília, 07 de ago. de 2002. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u53074.shtml> Acesso em: 10 de jul. de 2020.

MARIANO, Cynara Monteiro. Emenda constitucional 95/2016 e o teto dos gastos públicos: Brasil de volta ao estado de exceção econômico e ao capitalismo do desastre. **Revista de Investigações Constitucionais**, Curitiba, v. 4 n. 1, jan./abr., 2017. Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/rinc/v4n1/2359-5639-rinc-04-01-0259.pdf> Acesso em: 13 de mar. de 2020.

MARINI, Ruy Mauro. Dialética da dependência. In: **Ruy Mauro Marini: vida e obra**. Roberta Traspadini e João Pedro Stédile (orgs.). São Paulo: Expressão Popular, 2005.

MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. **A sagrada família**. São Paulo: Boitempo, 2003.

MARX, Karl. **O Capital**. Livro II. São Paulo: Boitempo, 2014.

MARX, Karl. **O Capital**. Livro I. São Paulo: Boitempo, 2017a.

MARX, Karl. **O Capital**. Livro III. São Paulo: Boitempo, 2017b.

MEIRELLES registra candidatura e declara patrimônio de R\$ 377 milhões. **O Globo** [online], 15 de ago. de 2018. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/brasil/meirelles-registra-candidatura-declara-patrimonio-de-377-milhoes-22980450> Acesso em: 21 de jun. de 2020.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de; DEOS, Simone. O Papel dos Bancos Públicos e a Experiência Brasileira Recente. In: **Associação Keynesiana Brasileira**. Dossiê da Crise II, p. 63-66, agosto de 2010.

MIGUEL, Luis Felipe. **Mídia e eleições: a campanha de 1998 na Rede Globo**. Rio de Janeiro: Dados, v. 42, n. 2, 1999. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=s0011-52581999000200002&lng=pt&nrm=iso Acesso em: 20 fev. 2020.

MINELLA, Ary Cesar. Grupos financeiros e organização da burguesia financeira no Brasil. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 17, n. 2, p. 80-94, 1996.

MINELLA, Ary César. Globalização financeira e as associações de bancos na América Latina. **Civitas - Revista de Ciências Sociais**, Porto Alegre, v. 3, n. 2, p. 245-272, jul./dez. 2003.

MINELLA, Ary César. Grupos financeiros e associações de classe do sistema financeiro. In: MENDONÇA, S. R. de. (Org.). **O Estado brasileiro: agências e agentes**. Niterói: EdUFF/Vício de Leitura, p.159-178, 2005.

MINELLA, Ary César. Representação de classe do empresariado financeiro na América Latina: a rede transassociativa no ano 2006. **Revista Sociologia Política**, n. 28, p.31-56, jun. 2007a. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rsocp/n28/a04n28.pdf> Acesso em: 12 de mar. de 2018.

MINELLA, Ary César. Maiores bancos privados no Brasil: um perfil econômico e sociopolítico. **Sociologias**, n. 18, p. 100-125, jul./dez., 2007b. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/soc/n18/n18a06.pdf> Acesso em: 14 de dez. de 2018.

MINELLA, Ary Cesar. Construindo hegemonia: democracia e livre mercado (atuação do NED e do CIPE na América Latina). **Cadernos CRH**, v. 22, p. 13-40, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0103-49792009000100002> Acesso em: 10 de dez. de 2020.

MINELLA, Ary César. A representação de classe dos banqueiros na América Latina: as Associações de Bancos a partir da crise de 2007-2008. In: **XXIX Congresso Latinoamericano de Sociología**, Santiago de Chile, 2013a.

MINELLA, Ary César. Análise de redes sociais, classe e marxismo. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 28, n. 83, p. 185-242, 2013b. Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/rbcso/v28n83/12.pdf> Acesso em: 10 de nov. de 2018.

MINELLA, Ary César; DIAS, Rodolfo Palazzo. Grupos econômicos no século XXI: um balanço da literatura. In: Workshop Empresa, Empresários e Sociedade, 10.2016. Porto Alegre. **Anais...** Porto Alegre: Ufrgs, 2016. Disponível em:

<https://www.ufrgs.br/wees/docs/Eixo%201/Ary%20Cesar%20Minella.pdf> Acesso em: 29 out. 2018.

MOLINA, José Luis; TELES, Laura; MAYA JARIEGO, Isidro. El análisis de redes em iberoamérica: uma agenda de investigación. **REDES – Revista hispana para el análisis de redes sociales**, v. 6, n. 1, p. 1-15, 2004. Disponível em: http://revista-redes.rediris.es/pdf-vol6/vol6_1.pdf Acesso em: 17 de dez. de 2019.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollenberg. Capital Fictício, Autonomia Produção-Circulação e Crises: Precedentes Teóricos para o Entendimento da Crise Atual. **Revista Economia**, Brasília (DF), v.12, n. 3, p.475–496, set/dez 2011. Disponível em: https://anpec.org.br/revista/vol12/vol12n3p475_496.pdf Acesso em: 07 de jun. de 2020.

MOTA, Camila Veras. Por que a mudança nos juros do BNDES é polêmica e vai além dos empréstimos do banco. **BBC News Brasil** [online], 13 de setembro de 2017. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/brasil-41248893> Acesso em: 09 de jun. de 2020.

NASCIMENTO, Luciano. Brasil é o oitavo país do mundo em produção de energia eólica. **AGÊNCIABRASIL** [online], 15 de fev, 2018. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2018-02/brasil-e-o-oitavo-pais-do-mundo-em-producao-de-energia-eolica> Acesso: em 14 de mai. de 2020.

NASSIF, André. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. **Revista de Economia Política**, v. 35, n. 3, p. 426-443, julho-setembro/2015. Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/rep/v35n3/1809-4538-rep-35-03-00426.pdf> Acesso em: 15 de jun. de 2020.

OLIVEIRA, Elaine. Diretor do Bradesco, Joaquim Levy trabalhou nos governos FH e Lula. **O Globo** [on-line], 27 de nov. de 2014. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/diretor-do-bradesco-joaquim-levytrabalhou-nos-governos-fh-lula-14679003> Acesso em: 16 de dez. de 2020.

OREIRO, José Luís; DEZORDI, Lucas Lautert. Uma Avaliação da Política Macroeconômica do Governo Lula I. **Economia & Tecnologia**, v. 07, out./dez. de 2006. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/ret/article/viewFile/29514/19209> Acesso em: 10 de jun. de 2020.

OXFAM. Recompensem o trabalho, não a riqueza. **Oxfam Internacional** [online], janeiro de 2018. Disponível em: <https://www.ceapetce.org.br/uploads/documentos/5aa12eebd2e6e6.85931934.pdf> Acesso em: 17 de jul. de 2020.

PAIVA, Márcia de. **BNDES: um banco de história e do futuro**. São Paulo: Museu da Pessoa, 2012. Disponível em: www.museudapessoa.net/public/editor/bndesport0113.pdf Acesso em: 19 de abr. de 2019.

PALLUDETO. Alex Wilhans Antonio; ROSSI. Pedro. O capital fictício: revisitando uma categoria controversa. **Texto para Discussão**. Campinas: Unicamp, n. 347, ago. de 2018. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/3659/TD347.pdf> Acesso em: 07 de jun. de 2020.

PELLEGRINI, Josué Alfredo. As operações compromissadas do Banco Central. **Estudo Especial**, Instituição Fiscal Independente do Senado Federal, n. 3, outubro de 2017. Disponível em: www12.senado.leg.br/ifi/pdf/estudo-especial-no-03-as-operacoes-compromissadas-do-banco-central-out-2017 Acesso em: 22 de fev. de 2020.

PEREIRA, F. **Títulos públicos sem segredos: guia para investimentos no Tesouro Direto**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

PINHEIRO, Luciana. GOLDFAJN, Ilan. In: ABREU, Alzira Alves de et al (coords.). **Dicionário Histórico-Biográfico Brasileiro – Pós-1930**. Rio de Janeiro: CPDOC, 2010. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/ilan-goldfajn> Acesso em: 12 de fev. de 2020.

PINTO, Eduardo Costa; BALANCO, Paulo. Estado, bloco no poder e acumulação capitalista: uma abordagem teórica. **Revista de Economia Política**, v. 34, n. 1, pp. 39-60, janeiro-março/2014. Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/rep/v34n1/v34n1a03.pdf> Acesso em: 22 de jun. de 2020.

PORTUGAL JUNIOR., José Geraldo. (Org.). **Grupos econômicos: expressão institucional da unidade empresarial contemporânea**. São Paulo: FUNDAP/IESP, 1994.

POULANTZAS, Nico. **Les classes sociales dans le capitalisme aujourd'hui**. Paris: Editions du Seuil, 1974.

POULANTZAS, Nico. **Poder político e classes sociais**. São Paulo: Martins Fontes, 1977.

PRZEWORSKI, Adam. **Democracy and the Limits of Self-Government**. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.

REDIVO, André da Silva; CARIO, Silvio Antônio Ferraz; GOMES, Wadrica Luiza Vieira. O BNDES e sua atuação no período desenvolvimentista: 1950-1980. In: **IX Congresso Brasileiro de História Econômica e 10ª Conferência Internacional de História Econômica**, Curitiba, 2011.

ROCHA, Flávia Rebecca Fernandes; MACÁRIO, Eptácio. O impacto da EC 95/2016 e da PEC 287/2016 para a Previdência Social brasileira. **Ser Social**, Brasília, v. 18, n. 39, p. 444-460, jul.-dez./2016. Disponível em: https://periodicos.unb.br/index.php/SER_Social/article/view/14632/12942 Acesso em: 18 de jul. de 2020.

ROCHA, Juliana. Governo Lula tem o pior resultado fiscal. **Folha de São Paulo Mercado** [online], São Paulo, 29 de julho de 2009. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2907200902.htm> Acesso em: 23 de jun. de 2020.

ROCHA, Marco Antônio Martins da. **Grupos Econômicos e Capital Financeiro: Uma História Recente do Grande Capital Brasileiro**. 2013. 192 f. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2013. Disponível em:

www.eco.unicamp.br/NEIT/images/Downloads/Marco_Rocha_TESE_Grupos_Economicos_e_Capital_Financeiro_2013.pdf Acesso em: 12 de mar. de 2020.

ROSSI, Pedro; MELLO, Guilherme. A restauração neoliberal sob o (des)governo Temer. **Carta Maior** [online], Economia Política, 04 de abril de 2017. Disponível em: <https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/A-restauracao-neoliberal-sob-o-des-governo-Temer/7/37937> Acesso em: 4 de abr. de 2020.

RUIZ, Ricardo Machado. Diversificação das grandes empresas e grupos empresariais brasileiros: alguns apontamentos. **Revista USP**, São Paulo, n. 93, p. 101-112, 2012.

SANTOS, Lenir; FUNCIA, Francisco. Emenda Constitucional 95 fere o núcleo do direito à saúde. **Centro de Estudos Estratégicos da Fiocruz** [online], Cultura e Política, 24 de jan. de 2019. Disponível em: <http://www.cee.fiocruz.br/?q=Emenda-Constitucional-95-fere-o-nucleo-essencial-do-direito-a-saude> Acesso em: 18 de jul. de 2020.

SAUVIAT, Catherine. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do poder acionário. In: CHESNAIS, François. **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2004.

SCHUMPETER, Joseph. **Capitalismo, Socialismo e Democracia**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Dívida Pública**: Conceitos Básicos. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/conceitos-basicos-faq> Acesso em: 25 de jan. de 2020.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Dívida Pública Federal**: Plano Anual de Financiamento 2012. 2012.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Nota Técnica Conjunta nº 06/2017/ASPAR/CODIP/COVID/COGEP/STN/MF-DF, de 31 de março de 2017**. Resposta ao requerimento de informação do Senado Federal nº 872-A de 2016. Disponível em: <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=5226544&disposition=inline> Acesso em: 11 de abr. de 2020.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Portaria STN nº 29, de 17 de janeiro de 2017**. Estabelece os seguintes procedimentos para seleção e atuação das instituições credenciadas a operar com a Coordenação- Geral de Operações da Dívida Pública (Codip) e disciplina a participação nas operações especiais da Secretaria do Tesouro Nacional. Disponível em: www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/342765/Portaria+STN+n.+29%2C%20de+17+de+janeiro+de+2017+-+p%EF%BF%BDblico.pdf Acesso em: 14 de abr. de 2019.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Relatório Anual da Dívida**. De 2003 a 2018. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/gestao-da-divida-publica-federal?p_p_id=101&p_p_lifecycle=0&p_p_state=maximized&p_p_mode=view&_101_struts_action=%2Fasset_publisher%2Fview_content&_101_assetEntryId=227368&_101_type=content&_101_urlTitle=relatorio-anual-da-divida Acesso em: 10 de fev. de 2019.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Relatório Quadrimestral de Projeções da Dívida Pública**. 2018. Disponível em:

www.tesouro.gov.br/documents/10180/318974/RelatorioProje%C3%A7oesDivida/ac957aaa-84db-4e66-9ad8-0042c291e45d Acesso em: 14 de nov. de 2019.

SILVA, Carlos A.; FIALHO, Joaquim R.; SARAGOÇA, José. (coord.). **Iniciação à Análise de Redes Sociais**. Casos Práticos e Procedimentos com UCINET. Coleção Perspetivas sociais e práticas. Casal de Cambra: Caleidoscópio Edição e Artes Gráficas, 2013.

SILVA, Gabriela Augusta da. **A atuação do BNDES e a crise do capitalismo contemporâneo**. Uma análise do período 2005-2013. 2015. 146 f. Dissertação (Mestrado em Sociologia Política) - Programa de Pós-graduação em Sociologia Política, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2015.

SILVA, Rodrigo Orlando; MINELLA, Ary Cesar. Grupos financeiros e doações eleitorais na América Latina: análise do grupo brasileiro ITAUSA. In: XXXI Congresso ALAS, 2017, Montevidéu. **Anales del XXXI Congreso ALAS**. Montevidéu: Asociación Latinoamericana de Sociología, 2017.

SILVA, Rodrigo Orlando. **Redes Transassociativas**: análise da participação dos grupos econômicos e financeiros na estrutura de representação de classe no Brasil. 2018. 165 f. Monografia (Curso de Ciências Sociais) - Departamento de Sociologia e Ciência Política, Universidade Federal de Santa Catarina, 2018. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/193540> Acesso em: 24 de jan. de 2020.

SILVA, Tarcízio; STABILE, Max. Análise de redes em mídias sociais. In: SILVA, Tarcízio; STABILE, Max. (Orgs). **Monitoramento e Pesquisa em Mídias Sociais**: Metodologias, aplicações e inovações. São Paulo: Uva Limão, 2016.

SILVEIRA, Ricardo Fagundes da. **Muito além da Zelotes!** As disputas do contencioso fiscal e os interesses das corporações empresariais no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF) entre 2013 e 2017. 2019. 373 f. Dissertação (Mestrado em Sociologia Política) – Programa de Pós-Graduação em Sociologia Política, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2019. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/204563> Acesso em: 20 de jan. de 2020.

SINGER, André. Cutucando Onças Com Varas Curtas: O ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). **Novos Estudos**, São Paulo, n. 102, p. 39-67, julho-2015. Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/nec/n102/1980-5403-nec-102-39.pdf> Acesso em: 12 de mai. de 2020

SODRÉ, Nelson Werneck. **Formação histórica do Brasil**. São Paulo: Editora Brasiliense, 1964.

SOUZA, André de. Número de servidores concursados cresce no último governo e volta ao patamar do início da década de 90. **O GLOBO** [online], Rio de Janeiro, 08 de setembro de 2011. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/politica/numero-de-servidores-concursados-cresce-no-ultimo-governo-volta-ao-patamar-do-inicio-da-decada-de-90-2700725> Acesso em: 11 de jun. de 2020.

SOUZA, Luís Octavio; PINHEIRO, Luciana. MEIRELES, Henrique. In: ABREU, Alzira Alves de et al (coords.). **Dicionário Histórico-Biográfico Brasileiro – Pós-1930**. Rio de Janeiro: CPDOC, 2010. Disponível em: www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/meireles-henrique Acesso em: 10 de fev. de 2020.

TEIXEIRA, Rodrigo Alves; DWECK, Esther. Os impactos da regra fiscal em um contexto de desaceleração econômica. In: CARNEIRO, Ricardo; BALTAR, Paulo; SARTI, Fernando (Orgs.) **Para Além da política econômica**. São Paulo: Editora Unesp, 2018.

TESOURO NACIONAL. **Características dos títulos públicos**. Disponível em: <http://www.tesouro.gov.br> Acesso em: 14 de abr. de 2019.

TESOURO NACIONAL TRANSPARENTE. **Investimento público**: Execução Orçamentária e Financeira. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/execucao-orcamentaria-e-financeira/financiamento-e-investimento-publico> Acesso em: 10 de fev. de 2020.

TESOURO NACIONAL. **Plano Anual de Financiamento 2007**. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/137713/PAF_2007.pdf Acesso em: 25 de jan. de 2020.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Relatório e parecer prévio sobre as contas do Presidente da República**. Exercício 2016 e 2017. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/biblioteca-digital/contas-do-governo-da-republica-2017.htm> Acesso em: 18 de jul. de 2020.

TRIBUNAL SUPERIOR ELEITORAL. **Repositório de Dados Eleitorais**. Disponível em <http://www.tse.jus.br/eleicoes/estatisticas/repositorio-de-dados-eleitorais-1/repositorio-de-dados-eleitorais> Acesso em: 20 de jun. de 2019.

TRIBUNAL SUPERIOR ELEITORAL. **Sistema de Prestação de Contas Eleitorais**. Disponível em: <http://www.tse.jus.br/partidos/contas-partidarias/entrega-da-prestacao-de-contas/sistema-de-prestacao-de-contas-anuais-spca> Acesso em: 23 de jul. de 2019.

VAZQUEZ, João Pedro Pereira. **Grupos financeiros e entidades de representação de classe**: posicionamentos sobre a Nova Matriz Econômica do primeiro governo Dilma Rousseff (2011-2014). 2020, 184 f. Dissertação (Mestrado em Sociologia Política) – Programa de Pós-graduação em Sociologia Política, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2020. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/216271/PSOP0682-D.pdf?sequence=1&isAllowed=y> Acesso em: 10 de dez. de 2020.

WICKERT, Creise. **Endividamento externo no Brasil**: Origens e Consequências (1964-2006). 2008. 68f. Monografia (Curso de Ciências Econômicas) - Departamento de Economia, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

YIU, Daphne W.; LU, Yuan; BRUTON, Garry D.; HOSKISSON, Robert E. Business

Groups: An Integrated Model to Focus Future Research. **Journal of Management Studies**, v. 8, n. 44, p. 1552-1579, dez. 2007.

ZILIOTTO, Guilherme Antonio. **Dois séculos de dívida pública: a história do endividamento público brasileiro e seus efeitos sobre o crescimento econômico (1822-2004)**. São Paulo: Editora Unesp, 2011.