

Carlos Renato Bussinger Guerra*

Pesquisador Independente
Niterói, Rio de Janeiro, Brasil

Victor Leonardo de Araujo**

Universidade Federal Fluminense
Niterói, Rio de Janeiro, São Paulo, Brasil



Revisitando as fontes de recursos do BNDES: de volta ao FAT


Recebido em: 31 ago. 2023

Aprovado em: 01 dez. 2023

Publicado em: 27 set. 2024

DOI: <https://doi.org/10.29327/2148384.18.35-5>

* Pesquisador Independente. Doutor e graduado em Economia pela Universidade Federal Fluminense; Mestre em Ciências Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro. E-mail: crbguerra@gmail.com

 <http://lattes.cnpq.br/2415157351767068>

** Professor Associado da Universidade Federal Fluminense, Faculdade de Economia. Doutor, Mestre e graduado em Economia pela Universidade Federal Fluminense. E-mail: victor_araujo@terra.com.br

 <http://lattes.cnpq.br/7948610242867097>  <https://orcid.org/0000-0002-2320-5661>

Resumo

Após a promulgação da Constituição Federal de 1988, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) assumiu o papel de principal fonte de *funding* do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Entretanto, em razão de suas características, esta fonte de fundos é compatível somente com um padrão de baixas taxas de crescimento do produto e do investimento. Após 2004, quando a economia brasileira entrou em trajetória de aumento das taxas de crescimento do produto e do investimento, o FAT se mostrou esgotado e incapaz de atuar como principal fonte de *funding* do BNDES, em contexto de um mercado de capitais ainda concentrado no curto prazo e, portanto, uma economia ainda dependente de seu principal banco de desenvolvimento. A solução arquitetada em 2009, na forma de empréstimos do Tesouro Nacional (TN) ao BNDES, constituindo um subsídio, foi desmontada a partir de 2016, e o BNDES voltou a ser dependente do FAT como principal fonte de *funding*. Entretanto, as condições de esgotamento do FAT vigentes até 2008 persistem. O BNDES voltou, portanto, a ser dependente de uma fonte de *funding* esgotada, compatível apenas com uma economia de baixo crescimento, mas incapaz de sustentar o crescimento sustentado do investimento.

Palavras-chave: Fundo de Amparo ao Trabalhador. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Tesouro Nacional. Financiamento. Financiamento do Investimento.

Carlos Renato Guerra*

*Independent Researcher
Niteroi, Rio de Janeiro, Brazil*

Victor Leonardo de Araujo**

*Fluminense Federal University
Niteroi, Rio de Janeiro, Brazil*





Revisiting the funding sources of the Brazilian National Bank for Economic and Social Development: back to the Workers' Assistance Fund

Received: 31st Aug. 2023

Approved: 07th Dec. 2023

Published: 27th Sept. 2024.

DOI: <https://doi.org/10.29327/2148384.18.35-5>

-
- * *Independent Researcher. PhD and BSc in Economics from the Fluminense Federal University; MSc in Economics from the State University of Rio de Janeiro; Specialist in Finance and Corporate Management from the "Cândido Mendes" University. E-mail: crbguerra@gmail.com*
 <http://lattes.cnpq.br/2415157351767068>
- ** *Associate Professor at the Fluminense Federal University, School of Economics. PhD, MSc and BSc in Economics from the Fluminense Federal University. E-mail: victor_araujo@terra.com.br*
 <http://lattes.cnpq.br/7948610242867097>  <https://orcid.org/0000-0002-2320-5661>

Abstract

After the enactment of the 1988 Federal Constitution, the Workers' Support Fund (FAT – Fundo de Amparo ao Trabalhador) became the main Brazilian National Bank for Economic and Social Development (BNDES)' source of funding. However, due to its characteristics, this source of funds is only compatible with a pattern of low output growth rates and investment. After 2004, when the Brazilian economy took on a trajectory of low product and investment growth rates, the FAT proved to be exhausted and unable to act as the BNDES' main source of funding, in the context of a capital market still concentrated on the short term and, therefore, an economy still dependent on its main development bank. The solution created in 2009 were loans from the National Treasury (TN) to the BNDES, constituting a subsidy but it was dismantled before 2016, and the BNDES once again became dependent on the FAT as its main source of funding. However, the conditions of FAT exhaustion occurred until 2008 persist. The BNDES is therefore once again dependent on an exhausted source of funding, compatible only with a low-growth economy, but incapable of sustaining sustained growth in investment.

Keywords: *Workers' Assistance Fund. Brazilian National Bank for Economic and Social Development. National Treasury. Funding. Investment Financing.*

1. Introdução

Após a eclosão da crise financeira internacional de 2008, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) passou por modificações importantes nas suas fontes de recursos. O esquema vigente atualmente data da Constituição Federal de 1988, que instituiu o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) como principal fonte de recursos do Banco. Até então, as suas fontes de recursos eram determinadas sob um padrão que envolvia elevada discricionariedade política, gerando instabilidades e mudanças a cada ciclo político. A criação do FAT e a destinação de 40% dos recursos do fundo para a administração do Banco apontariam para uma fase de estabilidade em suas fontes de recursos e certa blindagem de decisões políticas. Contudo, o FAT enquanto principal fonte de recursos do Banco somente seria compatível com uma economia com baixo crescimento do PIB e do investimento, ou, alternativamente, com o desenvolvimento de fontes alternativas de financiamento do investimento, mormente no segmento privado do mercado financeiro. Na ausência histórica desta última condição, o FAT se mostrou incompatível com o novo momento vivenciado pela economia brasileira após a retomada das taxas de crescimento e do PIB e do investimento após 2005. A prevalência de um padrão histórico de financiamento do investimento ainda dependente de seu banco nacional de desenvolvimento levou ao esgotamento do FAT, especialmente quando, após a crise financeira internacional de 2008-9, a economia brasileira apontava para uma retomada consistente e sustentada do crescimento do produto e do investimento. Atestado o esgotamento do FAT para sustentar o crescimento da demanda por recursos para financiar a ampliação da capacidade produtiva, e sob a ameaça de, pela primeira vez na história do Brasil nas últimas seis décadas, a expansão do investimento esbarrar em uma restrição de oferta de recursos de financiamento, o governo Lula da Silva encaminhou a solução do problema a partir de operações de empréstimos do Tesouro Nacional (TN) ao Banco. Entre 2009 e 2014 (governos Lula da Silva e Dilma Rousseff), o TN emprestou cerca de R\$ 435 bilhões a preços correntes, e em pouco tempo o TN se converteu na principal fonte de recursos do Banco.

Todavia, o formato desta operação incorreu em custos fiscais que foram considerados insustentáveis a partir do governo de Michel Temer (2016-2018). O TN captava os recursos à taxa Selic e os emprestava ao Banco à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), sempre inferior à Selic, e a diferença consistia em um subsídio creditício cujo custo fiscal cabia ao TN. O governo Temer, à luz das interpretações que atribuíam a desaceleração econômica brasileira pós 2014 e a recessão de 2015-16 à deterioração fiscal – na forma do aumento dos déficits primário e nominal do governo central e de suas dívidas líquida e bruta – deu sequência à devolução antecipada dos empréstimos, iniciada em 2015 no segundo governo Dilma, mas agora com caráter de política de redução da atuação do Estado no setor. A medida teve sequência no governo Jair Bolsonaro (2019-2022), e em pouco tempo o FAT voltaria a constituir a principal fonte de recursos do Banco.

Entretanto, as condições que inicialmente levaram ao diagnóstico do esgotamento do FAT não foram superadas. A hipótese deste trabalho é que o FAT como principal fonte de recursos do BNDES é incapaz de sustentar uma retomada do investimento mais vigorosa, porque seu esgotamento persiste.

Na segunda seção, discutiremos conceitual e teoricamente as fontes de recursos de bancos de desenvolvimento. Na seção três, caracterizaremos o FAT desde sua criação, bem como seu estabelecimento como principal fonte de recursos do Banco, ressaltando seu esgotamento na segunda metade da década de 2000. Na seção quatro, discutiremos os empréstimos do TN ao Banco e a primazia dessas operações como principal fonte de recursos do Banco, e todo o debate que engendraria, a partir de 2015, a devolução antecipada desses empréstimos. Na seção cinco, mostraremos que o FAT volta a se constituir como principal fonte de recursos do Banco, mas novamente em condições de esgotamento no caso de um cenário prospectivo de retomada do investimento sem a expansão das formas alternativas de seu financiamento. Na seção seis, faremos um balanço quanto ao futuro do financiamento de longo prazo no Brasil a prevalecerem tais condições.

2. Fontes de recursos de bancos de desenvolvimento

A discussão sobre fontes de recursos de bancos de desenvolvimento requer um debate prévio: a necessidade e a pertinência dos bancos de desenvolvimento em economias monetárias da produção. Esta é uma hipótese que será assumida neste trabalho, sob a inspiração teórica da tradição pós-keynesiana. Sob a comprovação da incapacidade do mercado enquanto mecanismo autorregulador das economias monetárias da produção em promover o pleno emprego e o desenvolvimento econômico, a tradição pós-keynesiana reconhece e recomenda a ação estatal, sob múltiplas políticas e instrumentos, para regular os mercados.¹ Neste sentido, políticas fiscal e monetária devem ser voltadas para garantir a sustentação dos níveis de produção e emprego. Todavia, a intervenção estatal não deve se limitar a este aspecto: parte da tradição keynesiana, também preocupada com as trajetórias de longo prazo compatíveis com a diversificação produtiva e a industrialização, recomenda a formulação de políticas industriais, com desdobramentos teóricos incorporados ao debate sobre os processos de desenvolvimento econômico.²

Aplicados aos mercados financeiros, os pressupostos keynesianos – princípio da demanda efetiva, incerteza e preferência pela liquidez – produzem resultados que se opõem à hipótese dos mercados financeiros eficientes. Na tradição keynesiana, o mecanismo de mercado é incapaz de regular os mercados financeiros e assegurar as condições de volume de recursos, prazos e taxas de juros capazes de atender aos requisitos financeiros necessários à sustentação do nível de atividade e do

1 Sobre a incapacidade do mecanismo de mercado se autorregular, recomendamos o clássico Keynes (1936). A extrapolação deste resultado para o longo prazo, e em particular para processos de desenvolvimento, ver Magalhães (2008).

2 Sobre a importância da indústria na tradição keynesiana, recomendamos o capítulo 3 de Thirwall (2005).

desenvolvimento econômico.³ Com efeito, bancos públicos e direcionamento de crédito constituem instituições e instrumentos de políticas necessárias para conduzir uma política financeira compatível com a sustentação do nível de atividade. Ademais, para além da sustentação do nível de atividade, o processo de desenvolvimento econômico também requer a ação estatal, e as variáveis que compõem as políticas financeiras – taxas de juros e volume de crédito – adquirem papel crucial nas estratégias desenhadas para a diversificação produtiva. Desta forma, bancos públicos também constituiriam instrumentos adequados para a promoção do desenvolvimento econômico.

Os bancos públicos de desenvolvimento (doravante BPD) constituiriam um caso particular de bancos públicos, com uma ação especializada em operações voltadas para o financiamento de projetos de prazo mais longo de maturação, como o investimento em ampliação de capacidade produtiva, infraestrutura e inovação tecnológica. Com este perfil, BPD constituem um importante instrumento de políticas públicas para o desenvolvimento produtivo. Este formato tem respaldo nas experiências históricas com BPD já relatadas no livro clássico de Diamond (1957) e, mais tarde, amparadas na contribuição de Zysman (1983). Este último mostrou que tanto sistemas financeiros baseados em mercados de capital como em crédito bancário são capazes de suportar estratégias bem sucedidas de desenvolvimento econômico.

Entretanto, para que o BPD possa assegurar recursos em volume, prazos e taxas adequadas para cumprir este papel, um dos requisitos é que possa contar com fonte estável de recursos, em volumes, taxas e prazos igualmente compatíveis. Em outras palavras, suas operações passivas devem ser adequadas ao perfil que se espera de suas operações ativas. Conforme Lessa (2016, p. 258): “um banco de desenvolvimento só é banco nas operações ativas. Nas operações passivas, ele tem de ter poupança institucional, deve dispor de uma massa de recursos que sejam estáveis e, nesse sentido, seguros”.

3 Sobre a crítica à hipótese dos mercados financeiros eficientes, recomendamos Hermann (2011). Sobre a teoria da firma bancária e a preferência pela liquidez dos bancos, recomendamos Paula (1999, 2014) e Carvalho (2017).

Araujo (2018) discutiu as possibilidades de fontes de recursos para BPD. A primeira delas seriam as captações de depósitos do público, mais comuns em instituições híbridas, como bancos comerciais com carteira de desenvolvimento. Trata-se, por óbvio, de depósitos a prazo, e seu êxito para um BPD está associado ao pagamento de taxas mais competitivas e à preponderância de um perfil de aplicadores nesta modalidade. Todavia, ao pagar taxas mais competitivas ao aplicador, o BPD terá que, nas operações ativas, cobrar de seus mutuários taxas similares. A depender da estrutura a termo das taxas de juros desta economia – e, especialmente do nível da taxa básica que remunera as operações de prazo mais curto, e que constitui referência para as taxas longas – as taxas cobradas pelo BPD podem ser punitivas ao financiamento do investimento. Além disso, como a captação de depósitos constitui a criação de uma obrigação contra o próprio banco, este formato submete o BPD a um processo de gerenciamento de liquidez mais rígido, porque requer controlar o descasamento de prazos entre ativo e passivo, limitando suas operações de longo prazo (Hermann, 2010).

A segunda possibilidade adviria dos mercados de capitais. Segundo Araujo (2018, p. 25), o formato no qual BPD coloca títulos nos mercados de capitais é mais comum em países em que “estes mercados são organizados e dispõem de um leque maior de instrumentos financeiros”. Já em países com mercados de capitais pouco desenvolvidos, este formato dificilmente seria bem sucedido.

A terceira possibilidade consiste em captações externas, em mercados financeiros ou instituições multilaterais. O êxito do formato de captação de recursos em mercados financeiros internacionais depende das condições de liquidez internacional, especialmente para economias periféricas cujas moedas não figuram no topo da hierarquia das moedas. A dependência do ciclo de liquidez internacional para a captação de recursos pode inviabilizar um importante papel dos BPD, que é a ação anticíclica. Já o caso de captações por meio de instituições financeiras multilaterais, como o Banco Mundial, não oferece condições estáveis de recursos ao longo do tempo, pois geralmente está associado ao financiamento de projetos específicos e alinhado à política da instituição provedora desses recursos (Araujo, 2018). Nos dois casos

(captação em mercados financeiros internacionais ou instituições multilaterais) trata-se de aquisição de um passivo externo e da assunção de um risco cambial, o que pode aumentar a vulnerabilidade externa dessa economia.

A quarta possibilidade consiste em esquemas nos quais os governos provêm recursos para seus BPD em esquemas envolvendo seus respectivos tesouros nacionais.⁴ Neste caso, a provisão de recursos aos BPD envolveria a criação de impostos ou contribuições especificamente destinadas a este fim, ou recursos captados por meio de endividamento público. Assumindo um tom crítico a este tipo de solução, Hermann (2010, p. 242) considera que ela pode tornar o BPD um “mero prolongamento ou um simples ‘departamento’ do Tesouro Nacional”. Araujo (2018) considera as restrições políticas a este tipo de arranjo, porque envolvem a ampliação da carga tributária ou da dívida pública. Requer ainda espaço fiscal, que pode ser limitado conforme as regras de condução da política fiscal de cada país. Se as restrições de ordem política forem enfrentadas a acomodadas, este formato pode propiciar os recursos em condições estáveis necessários ao financiamento do desenvolvimento por meio dos BPD. Por outro lado, uma vez reconhecida a necessidade de se estabelecer um BPD, é necessário blindá-lo das vicissitudes da política – ou, em especial, da representação política cujas aspirações possam resultar na redução dos recursos transferidos ao BPD, provocando instabilidade e incapacidade financeira. Por este motivo, a existência de dispositivos legais e normativos capazes de assegurar um fluxo de recursos periódicos ao BPD ao longo das decisões discricionárias constitui uma solução de maior estabilidade.

No Brasil, o uso de BPD consistiu na solução historicamente adotada para prover o financiamento de longo prazo. O BNDES, criado em 1952, assumiu a primazia no financiamento de longo prazo, entre outros motivos, pela incapacidade do mercado de capitais em provê-lo. Quanto às suas fontes de recursos, sempre se recorreu prioritariamente ao tipo de solução

4 Araujo (2018) também considerou a possibilidade de esquemas envolvendo BPD e autoridades monetárias por meio de emissão primária de moeda, descartada pela hegemonia teórica da tradição monetarista e suas vertentes.

envolvendo o Tesouro Nacional – a quarta possibilidade das que mencionamos nos parágrafos acima. Em particular, após a Constituição Federal de 1988, foi articulado um esquema no qual as fontes de recursos do Banco provêm de recursos parafiscais.

Por definição, os recursos parafiscais não são diretamente arrecadados a partir da arrecadação de impostos, mas sim de contribuições e taxas específicas (Pinheiro, 1997). Esses recursos são arrecadados pelo Estado, mas sem necessariamente financiar diretamente gastos públicos, sendo repassados às instituições responsáveis pela sua gestão financeira, e constituem a base de recursos com a qual as instituições financeiras ou de fomento financiarão as atividades previstas na normatização dos respectivos fundos. O caráter de estabilidade é assegurado pelos normativos legais – alguns deles, constitucionais – que determinam o repasse periódico desses fundos parafiscais às respectivas instituições.

Esses recursos podem ser complementados pelos oriundos das demais fontes, como as captações oriundas de mercados de capitais, de instituições multilaterais, e de outros múltiplos arranjos. Contudo, fontes instáveis e voláteis, ou pró-cíclicas, precisam ser complementares, e não constituir a principal fonte de recursos do BPD. Por este motivo, arranjos que envolvem recursos fiscais, ou parafiscais, têm o maior potencial de constituir fontes estáveis. Já a capacidade de mobilizar recursos em volumes, taxas e prazos suficientes, dependerá da configuração deste arranjo.

No Brasil, os três principais recursos parafiscais são: os fundos constitucionais (do Norte – FNO, administrado pelo Banco da Amazônia; do Nordeste – FNE, administrado pelo Banco do Nordeste; e do Centro-Oeste – FCO, administrado pelo Banco do Brasil), o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS, administrado pela Caixa Econômica Federal), e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT, administrado pelo BNDES). É este último que constitui o objeto deste trabalho, e que será detalhado na próxima seção.

3. A criação do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), sua participação como principal fonte de recursos do BNDES e o seu esgotamento em 2008

O FAT foi criado através da Constituição Federal de 1988 (CF/88) passando a vigorar efetivamente a partir do início dos anos 1990 após sua regulamentação, por meio da Lei n.º 7.998/1990. De natureza contábil e financeira, e vinculado ao Ministério do Trabalho e Emprego (MTE)⁵, o FAT é constituído pelo produto das arrecadações do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP) – criados na década de 1970 –, e é destinado a custear os programas de seguro-desemprego, modalidade de assistência financeira temporária em decorrência de desligamento dos trabalhadores formais sem justa causa, bem como o abono salarial, assim como os programas de desenvolvimento econômico.⁶

O artigo 239 da CF/88 determinou a destinação de pelo menos 40% da arrecadação do PIS-PASEP para o financiamento de projetos de investimento do desenvolvimento econômico, por intermédio do BNDES, com critérios de remuneração que lhes preservasse o valor.⁷ Assim, o percentual desse recurso foi denominado de FAT Constitucional e este passou a ser a principal

5 Cabe observar que em 2019, o governo federal extinguiu o MTE, mas este foi recriado em 2021 através da Medida Provisória n.º 1.058/2021.

6 O benefício do abono salarial assegura o valor de um salário mínimo anual aos trabalhadores brasileiros que recebem em média até dois salários mínimos de remuneração mensal estabelecido pelo Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (CODEFAT de empregadores que contribuem para o Programa de Integração Social (PIS) ou para o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP)). A Caixa Econômica Federal (CEF) atua como Agente Pagador do abono salarial, sob gestão do Ministério do Trabalho e Emprego (FAT,2023).

7 Os recursos do FAT alocados ao BNDES ultrapassam o referido mínimo estabelecido na Constituição, sendo complementados por aplicações originárias das disponibilidades financeiras desse fundo, sob a forma de depósitos especiais, conforme estabelece a Lei n.º 8.352/91 (BNDES, 2022).

fonte de recursos do BNDES. Por sua vez, a parte destinada a custear os programas de seguro-desemprego e abono salarial equivaleria aos outros 60%. Estes dois programas constituem as ações prioritárias: porque constituem direitos, são despesas de natureza obrigatória.

A CF/1988 também definiu e atualizou uma estrutura organizacional voltada aos direitos dos trabalhadores designada Sistema Público de Emprego, Trabalho e Renda (SPETR). A criação do FAT ocorreu neste marco, tendo sido instituído também o Conselho Deliberativo do FAT (Codefat), órgão de natureza tripartite, composto por representantes dos trabalhadores, dos empregadores e do governo, cujo propósito era assegurar o controle social acerca das ações atribuídas ao SPETR. Também foi introduzida, por meio do FAT, a oferta de serviços de intermediação de mão de obra e qualificação profissional que compreendessem políticas de geração de emprego e renda voltadas para o desenvolvimento econômico. Assim, o FAT assumiria, a partir de então, uma importância de aspecto coletivo ao ser o fundo responsável por essas políticas.

O Quadro 1, a seguir, apresenta sucintamente a trajetória do FAT e sua relação com o Banco desde a criação dos fundos PIS e PASEP até os dias atuais.

Quadro 1 - O FAT-BNDES ao longo do tempo

Ano	Participações
1970	Criação do Programa de Integração Social (PIS-PASEP).
1974	As arrecadações do PIS-PASEP passam a ser aplicadas pelo BNDES, conforme a Lei Complementar n.º 19 (25.06.1974). Com recursos permanentes, o BNDES pode planejar melhor prazos, custos e volume de seus financiamentos.

Ano	Participações
1988	<p>A nova constituição, no artigo nº 239, determina que a arrecadação do PIS-PASEP seja direcionada ao Seguro-Desemprego e ao Abono Salarial e que 40% destes recursos sejam destinados ao BNDES para financiar programas de desenvolvimento econômico.</p> <p>A Constituição de 1988 permitiu a efetiva criação de um sistema de proteção ao trabalhador desempregado, destinando recursos do PIS-PASEP ao pagamento do Seguro-Desemprego, instituído em 1986, através do Decreto-Lei n.º 2.284, com a finalidade de prover assistência financeira temporária ao trabalhador demitido sem justa causa ou por interrupção da atividade do empregador.</p>
1990	<p>São regulamentados o Programa de Seguro-Desemprego e o Abono Salarial, e instituídos o FAT e o Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (Codefat) (da Lei n.º 7.998, de 11 de janeiro de 1990).</p> <p>Por meio da Lei n.º 8.019/1990 foi regulamentado o emprego dos recursos do PIS-Pasep e destinada sua arrecadação para o FAT, assim como estabelecida a taxa de juros e prazos para recolhimento em relação aos recursos repassados para o BNDES. Neste contexto, foram acordadas também as regras para o regaste de recursos pelo FAT, no caso de insuficiência de fundos para o pagamento do Programa de Seguro-Desemprego e do Abono Salarial, e ajustadas as normas acerca da remuneração das disponibilidades financeiras do FAT.</p>
1991	<p>Criação dos depósitos especiais: recursos do FAT que excedessem a reserva necessária para pagamentos de seguro-desemprego e do abono salarial por seis meses passaram a ser destinados para investimento de instituições financeiras federais em geração de emprego e renda.</p>
1994	<p>É instituído o Fundo Social de Emergência (FSE) formado por várias fontes – na prática, desvincula receitas com destinação constitucional, entre as quais uma parcela da arrecadação do PIS-PASEP.</p> <p>Os recursos do PIS-Pasep repassados ao BNDES passam a ser remunerados pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), inclusive os depósitos especiais.</p>
1995	<p>O BNDES é autorizado a aplicar parte dos recursos transferidos pelo FAT em operações de financiamento que visem à inserção internacional das empresas brasileiras. Esta parcela de recursos do FAT Constitucional é denominada FAT Cambial.</p>
2000	<p>Foi implementada, através da A Emenda Constitucional 27/2000, a desvinculação de 20% da arrecadação de impostos e contribuições sociais da União (DRU), entre eles o PIS-Pasep, seus adicionais e respectivos acréscimos legais, até o fim de 2003</p>
2003	<p>Foi ampliada até 2007 a desvinculação de 20% da arrecadação de impostos e contribuições sociais da União, através da Emenda Constitucional 42</p> <p>A Resolução n.º 320/2003 do Codefat estendeu o limite da utilização do FAT Cambial de 40% para 50% do estoque dos recursos do FAT Constitucional depositado no BNDES.</p>

Ano	Participações
2007	A Emenda Constitucional 56/2007 estendeu a DRU até 31 de dezembro de 2011.
2011	A Emenda Constitucional 68/2011 estendeu a DRU até 31 de dezembro de 2015.
2016	A Emenda Constitucional 93/2016 aprovou a prorrogação da DRU até 31 de dezembro de 2023 e ampliou o percentual de receitas desvinculadas de 20% para 30%, com efeito retroativo a janeiro de 2016.
2018	A Lei n.º 13.483 (21.7.2017), conversão da Medida Provisória n.º 777 criou a TLP e dispôs sobre a remuneração dos recursos do FAT e dos financiamentos do TN ao BNDES. Assim, os financiamentos concedidos pelo BNDES passam a ser remunerados pela Taxa de Longo Prazo (TLP) em substituição à TJLP. A TLP não é aplicada ao FAT cambial, que continua a ser remunerado pela variação cambial e uma taxa de juros internacional.
2019	A Emenda Constitucional nº 103/2019 determina que a Desvinculação das Receitas da União, correspondente a 30%, não se aplicará às receitas destinadas ao custeio da seguridade social (art. 76, §4º ADCT). Como consequência, reduz em 30% o percentual dos recursos do PIS/PASEP destinados ao BNDES que passa de 40% para 28% (art. 239, §1º, da CF). Determina, ainda, que os programas financiados com esses recursos sejam anualmente avaliados e divulgados (art. 239, §4º, da CF).

Fonte: BNDES. Elaborado pelos autores.

Conforme mostra o Quadro 1, o PIS e o PASEP foram criados em 1970 constituídos a partir dos resultados financeiros das empresas privadas e do setor público, mas em nome de contas individuais dos trabalhadores. Os recursos eram inicialmente geridos pelo Banco do Brasil (BB) e pela Caixa Econômica Federal (CEF) (ARAUJO, 2021), mas sua gestão foi transferida para o BNDE⁸ a partir de 1974 para garantir fontes estáveis para o Banco financiar o II Plano Nacional de Desenvolvimento do governo Geisel (Costa et al., 2016; BNDES, 2023).⁹ Com recursos permanentes, o Banco poderia

8 A partir de meados de 1982, o BNDE passa a ser chamado de Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), em virtude da integração do Banco na administração do Fundo de Investimento Social (Finsocial).

9 Lei Complementar n.º 19/1974.

planejar melhores prazos, custos e volume de seus financiamentos. A partir de 1988, os recursos passariam também a custear o programa de seguro-desemprego, abono salarial, além de financiar o próprio desenvolvimento econômico, por meio do BNDES.

Basicamente, as receitas do FAT são de dois tipos: (i) receitas primárias, que decorrem da arrecadação do fundo PIS-PASEP menos uma parcela destinada à chamada Desvinculação de Recursos da União (DRU); e (ii) receitas financeiras, provenientes dos retornos sobre os 40% da arrecadação do FAT destinada ao BNDES, das disponibilidades financeiras e dos depósitos especiais. Já as suas despesas são essencialmente constituídas pelo seguro-desemprego e pelo abono salarial, pelos depósitos constitucionais ao BNDES, pelos depósitos especiais, e pela Reserva Mínima de Liquidez (RML). Os fundos destinados para o BNDES e para os depósitos especiais são considerados patrimônio do FAT, uma vez que este pode recorrer a tais meios financeiros para garantir fundos em casos de desprovimento de recursos para o pagamento do seguro-desemprego e do abono salarial. Ou seja, havendo situação de insuficiência de recursos para os programas de seguro-desemprego e abono salarial¹⁰ – que, como mencionamos anteriormente, constituem despesas prioritárias do FAT –, em razão do aumento circunstancial destas despesas, serão recolhidas amortizações ao FAT tanto daqueles recursos alocados na forma de depósitos especiais, como daqueles alocados constitucionalmente no BNDES (Amorim *et al.*, 2011).¹¹

Com base nessas condições, pode-se, em tese, compreender que o FAT desempenha uma função contracíclica a partir da perspectiva dos benefícios seguro-desemprego e abono salarial. Nos períodos de crescimento da renda e do emprego, diminuem as despesas com seguro-desemprego e aumenta a

10 É importante notar que a Lei n.º 7.998/1990 prevê como fonte de recursos do FAT o item "outros recursos que lhe sejam destinados". Este ponto possibilita que o fundo receba recursos provenientes do Tesouro Nacional na votação do Orçamento da União.

11 Esses recursos constituem "direitos do FAT" (Artigo 11, da Lei n.º 8.019/1990).

arrecadação de recursos, e ocorre o contrário nos períodos de decrescimento da renda e aumento do desemprego.¹² Portanto, em que pesem as funções contracíclicas desempenhadas pelo FAT, suas receitas são pró-cíclicas – e, portanto, são pró-cíclicas as fontes de recursos do BNDES.

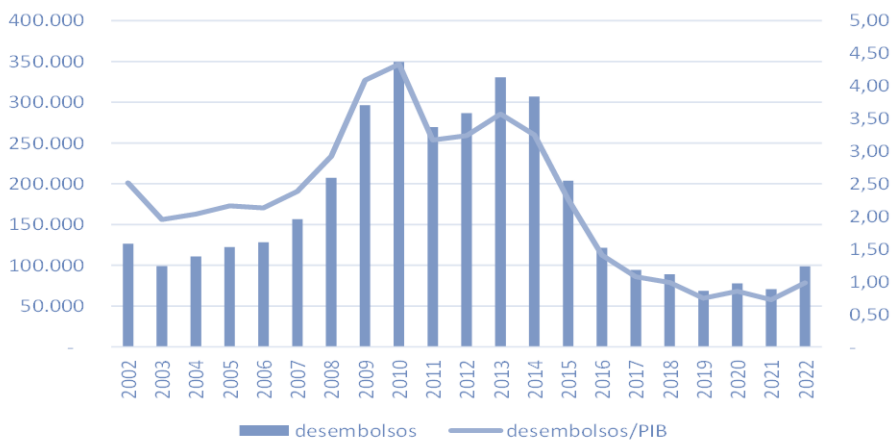
Duas condições podem levar à insustentabilidade do FAT enquanto principal fonte de recursos do BNDES. A primeira é a ocorrência de um ciclo expansivo da renda e do emprego que induzam o aumento da demanda por recursos do BNDES a uma taxa superior à expansão da arrecadação do FAT, deduzidas as despesas com seguro-desemprego e abono salarial. A segunda é a ocorrência de um descenso cíclico enfrentado por meio de políticas contracíclicas que estimulem o investimento – ou seja, os recursos do FAT, pressionados pelo aumento das despesas com seguro-desemprego, não conseguem suportar a maior demanda de recursos pelo BNDES. Assumindo-se, por outro lado, que a divergência entre as taxas de crescimento das receitas do FAT e da demanda por recursos do BNDES (que, por sua vez, crescem em função do investimento) seja temporária e volte a convergir depois de certo tempo, a insustentabilidade pode decorrer de níveis de investimento e de demanda por recursos incompatíveis com os níveis que podem ser suportados pelo fluxo de recursos do FAT. Ou seja, mesmo que a receita volte a crescer acima da despesa e o Fundo volte a ser superavitário, o nível de seus recursos pode ser insuficiente para o nível da demanda por desembolsos do BNDES.

Entre 2004 e 2011, período que abarca os governos Lula da Silva e Dilma Rousseff, a taxa média de crescimento anual do PIB foi de 4,3%, o dobro da que foi registrada entre 1995 e 2003. Já a taxa de crescimento anual do investimento foi de 7,8% entre 2004 e 2011, contra 0,8% do período anterior. Essas médias incluem o período referente à crise financeira internacional (2008-2009). É sob este contexto que os dados do Gráfico 1

12 Em períodos de maior prosperidade econômica as despesas com seguro-desemprego crescem, ou decrescem mais lentamente, em decorrência de maior rotatividade do mercado de trabalho e de arranjos informais, quando o trabalhador muda de emprego e permanece na informalidade durante o período de recebimento do seguro-desemprego.

devem ser interpretados. O gráfico mostra o aumento dos desembolsos do BNDES durante esses anos de expansão do investimento, em que as condições que potencialmente determinariam o esgotamento do FAT se verificaram: forte expansão do investimento na fase de expansão do PIB, e resiliência do investimento mesmo durante a crise financeira internacional.

Gráfico 1 - Desembolsos do BNDES 2008-2022 (eixo esquerdo) e desembolsos do BNDES/PIB (eixo direito) – 2002 a 2022 – R\$ milhões constantes de 2022 e % do PIB



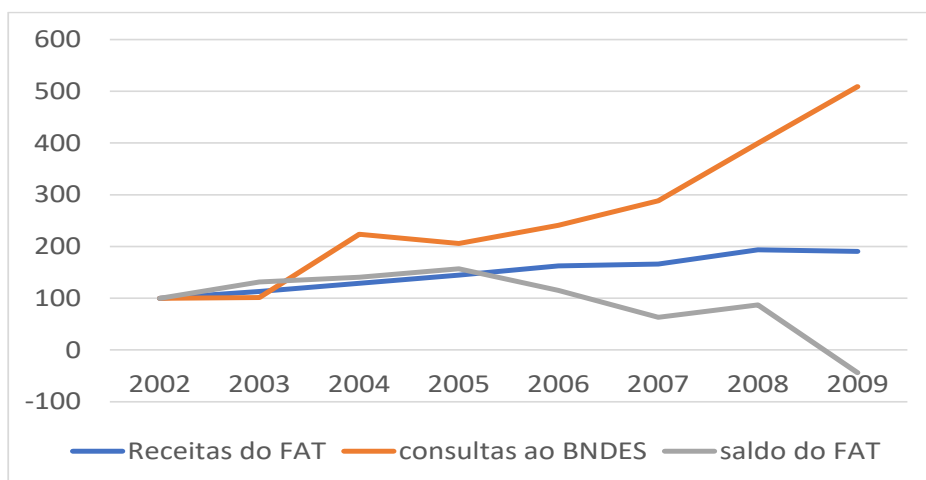
Nota: Desembolsos/PIB estão a preços correntes, em razão dos deflatores serem distintos no numerador e no denominador

Fonte: BNDES. Elaboração dos autores, 2023.

A seguir, apresentaremos um conjunto de dados que evidenciam o esgotamento do FAT. O primeiro é o gráfico 2 abaixo, que mostra que as receitas do FAT cresceram entre 2002 e 2008, mas em um ritmo inferior ao

crescimento das consultas ao BNDES.¹³ Em 2004 já ocorre uma mudança no nível das consultas, intensificadas em 2008 e 2009. Este gráfico, cotejado com o gráfico 1, mostra que as consultas e os desembolsos, em seu conjunto, já atestam a incapacidade do FAT acompanhar este ritmo. A partir de 2006, o saldo do FAT (receitas menos despesas) começa a decrescer, tornando-se negativo em 2009.

Gráfico 2 - Consultas ao BNDES, receitas e saldo do FAT (índice real: 2002 = 100)



Fonte: BNDES, Estatísticas Operacionais e Relatórios de Avaliação Financeira do FAT. Elaboração dos autores, 2023.

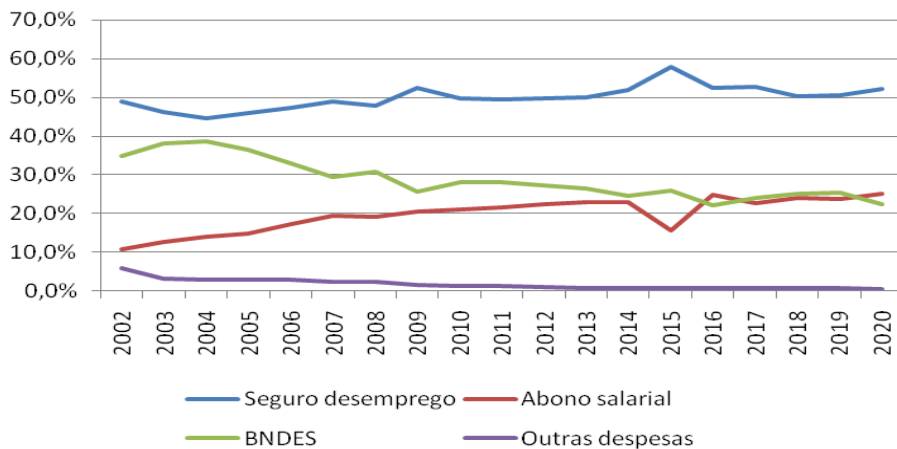
13 As consultas constituem o primeiro estágio do processo de financiamento do BNDES. Em seguida, vem o enquadramento e, finalmente, o desembolso. As consultas constituem, portanto, uma proxy da demanda por recursos do Banco.

A Tabela 1 a seguir detalha a evolução das receitas, despesas e saldo do FAT. Mesmo durante o período de crescimento de suas receitas, as despesas crescem sistematicamente a uma taxa maior que as despesas. O resultado é a deterioração do saldo, que se torna negativo em 2009. A forte pressão pelos recursos do FAT foi exercida pelas despesas com seguro-desemprego e abono salarial, como atesta o Gráfico 3.

Tabela 1 - Receitas x Despesas do FAT (2002-2009). Em R\$ bilhões constantes de 2009, e %

Ano	Receitas (R\$)	Crescimento	Despesas (R\$)	Crescimento	Saldo
2002	18,4	-	13,3	-	5,1
2003	20,7	13,06	14,1	6,09	6,7
2004	23,7	14,04	16,5	17,36	7,1
2005	26,5	11,99	18,5	12,20	7,9
2006	29,9	12,63	24,0	29,40	5,9
2007	30,5	2,11	27,3	13,70	3,2
2008	35,6	16,68	31,2	14,17	4,4
2009	35,0	(1,61)	37,2	19,50	-2,2
2007	30,5	2,11	27,3	13,70	3,2

Fonte: Avaliação Financeira - FAT. Elaboração dos autores, 2023.

Gráfico 3 - Composição % das despesas do FAT

Fonte: Avaliação Financeira – FAT (2021). Elaboração dos autores, 2023.

Amorim *et al.* (2011) e Melo (2015) apontam o aumento da formalização do mercado de trabalho e do salário mínimo (SM) real como fontes de pressão pelos recursos de abono salarial e seguro-desemprego, já que o SM constitui o piso desses dois benefícios, e a formalização constitui pré-requisito para adquirir o direito a eles.

São três as razões, segundo Amorim *et al.* (2011), que ajudam a explicar o ritmo intenso de despesas com seguro-desemprego e abono salarial: (i) o número de beneficiários; (ii) o valor do benefício; e (iii) o período de duração do benefício:

O número de beneficiários é influenciado pela quantidade de demissões sem justa causa, assim como pela porcentagem dos demitidos que obtêm o benefício (taxa de cobertura). A quantidade de demissões sem justa causa é influenciada pelo ciclo econômico: períodos de redução da atividade geram aumento de demissões, o contrário acontece nos momentos de aceleração. Porém, a quantidade de demissões também é influenciada pelo número de

trabalhadores previamente empregados com carteira assinada, cuja trajetória, por sua vez, pode ser entendida como resultante de uma combinação entre mudanças na demanda por trabalho e no grau de formalização. Um terceiro fator é a taxa de rotatividade entre estes trabalhadores: para um mesmo contingente de empregados com carteira, o número de demissões será tanto maior quanto menor for o tempo em que os mesmos permanecem empregados (Amorim *et al.*, 2011, p. 249).

De acordo com Melo (2015), entre 2003 e 2013, o público-alvo do abono salarial cresceu de 40% dos trabalhadores formais (celetistas e estatutários) para 50%. A rigor, segundo a autora, o contingente de trabalhadores desempregados que receberam o abono salarial subiu de oito milhões, em 2003, para vinte e um milhões, em 2013. As despesas com abono salarial foram afetadas não apenas pela elevação do salário mínimo, mas também pela expansão do número de trabalhadores que deveriam receber o abono. Em suma, entende-se que o aumento dos gastos com o seguro-desemprego e com o abono salarial foram os principais fatores responsáveis pelo aumento das despesas do FAT, bem como o crescimento do mercado de trabalho formal e a elevação real do salário mínimo entre 2002 e 2009.

4. Os empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES

Como mostramos na seção anterior, a pressão simultânea sobre os recursos do FAT e do BNDES atestavam esgotamento do primeiro em constituir principal fonte de recursos do segundo. Por outro lado, o mercado de capitais não se mostrava fonte sustentável de recursos para financiar o ciclo de investimentos que estava em curso na economia brasileira. Como mostraram Araujo e Costa (2012), o mercado de capitais brasileiro registrou forte crescimento entre 2002 e 2008 nos segmentos de renda fixa e variável. Todavia, em todos os instrumentos (mercado de ações, debêntures, notas promissórias) as captações de recursos ocorreram majoritariamente em operações de prazo mais curto, e poucas eram destinadas de fato ao

financiamento do investimento.

Sendo pouco promissora a capacidade do mercado de capitais financiar o ciclo de investimento, e atestando-se o protagonismo do BNDES neste segmento, o governo Lula recorreu ao pragmatismo: fortalecer as fontes de recursos do BNDES por meio de operações de empréstimos do Tesouro Nacional (TN). A inovação residia nos montantes: já em 2009 foram R\$ 100 bilhões. Entre 2008 e 2014, foram R\$ 436 bilhões a preços correntes (Gráfico 4), sob a mesma lógica: o TN captava recursos no mercado à taxa Selic e os emprestava ao Banco à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) que, por sua arquitetura financeira, era sistematicamente inferior à Selic e, por este motivo, constituía um subsídio do TN ao BNDES.

Desde a sua criação até 2008,¹⁴ o FAT atuou, conforme mostra o gráfico 5, como a principal fonte de recursos do BNDES, com o estoque de dívidas do Banco com o fundo registrando a cifra de R\$117 bilhões. Até aquele ano, o FAT ainda se destacava em relação às demais fontes de recursos. No entanto, conforme discutido até aqui, no período que se seguiu até 2008 o até então maior provedor de *funding*, começou a perder fôlego. Já a partir de 2010 o TN, por meio das operações de empréstimos ao Banco passa a constituir a principal fonte de recursos na composição das suas operações passivas (Gráfico 5).

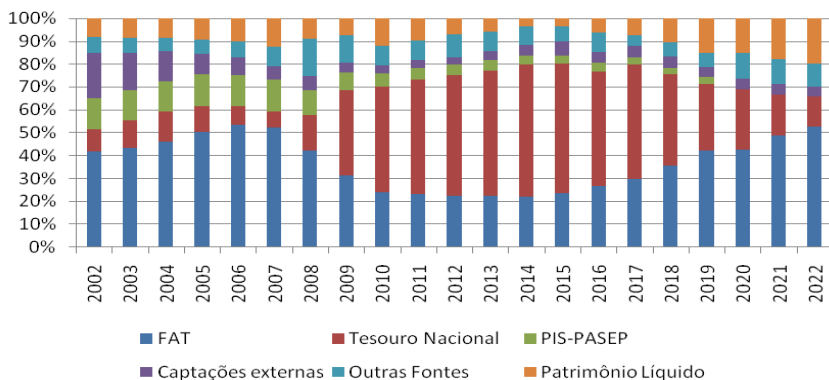
14 Cumpre aqui explicar que esse período se restringe exclusivamente a uma análise inicial do esgotamento do FAT destacada nesta seção.

Gráfico 4 - Empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES (2008-2014) - R\$ bilhões constantes de 2022



Fonte: Elaboração própria. BNDES - 2022.

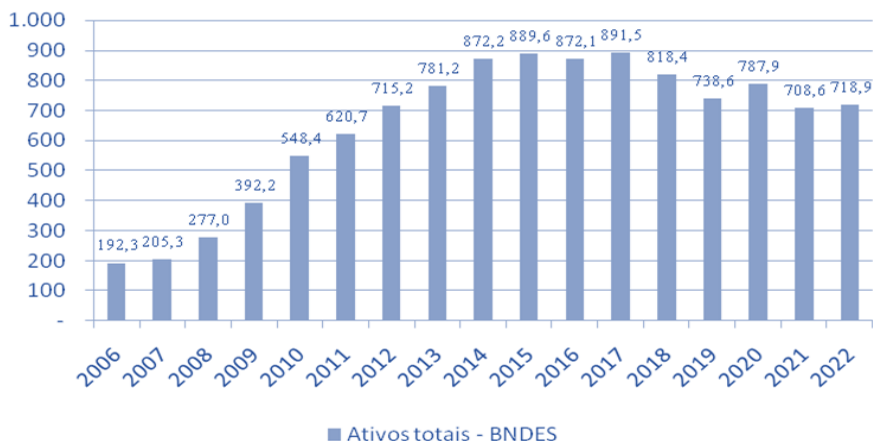
Gráfico 5 - BNDES: composição do passivo, 2002 a 2022 (%)



Fonte: Elaboração Própria. BNDES.

No biênio 2009-2010 houve a maior captação de recursos do BNDES provenientes do Tesouro Nacional. Nesses dois anos, a soma dos empréstimos chegou a 212,1 bilhões de reais, ou seja, 48% do total dos recursos financeiros captados pelo Banco em sete anos de concessão de empréstimos de recursos recebidos do TN. Neste período os desembolsos do Banco atingiram o valor de R\$304,8 bilhões, em valores correntes, expressando um aumento bastante significativo em relação ao ano de 2008, conforme se pode verificar no gráfico 1. Sob esse contexto de aumentos dos desembolsos, o Banco operou de maneira anticíclica frente à crise internacional, de modo que a relação desembolsos do BNDES/PIB atingiu a marca de 4,09% e 4,33% em 2009 e 2010, respectivamente. Mesmo apresentando uma diminuição dos valores dos desembolsos em 2011 e 2012, estes voltam a crescer em 2013 e 2014, mostrando regularidade e relevância na participação dos empréstimos para suprir os desembolsos conforme mostram os gráficos 1, 4 e 5, lidos em conjunto. Esta trajetória crescente de desembolsos do BNDES de 2008 a 2014 decorre dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional ao Banco, e não teria ocorrido se o Banco seguisse tendo o já esgotado FAT como sua principal fonte de recursos. O crescimento dos desembolsos justifica por si o reforço financeiro proveniente do Tesouro e a recomposição do *funding* do Banco naquele período.

Outro resultado importante decorrente das operações de empréstimo dos TN ao BNDES é o crescimento de seu tamanho. Medido em termos dos ativos totais, o tamanho do Banco aumentou em mais de quatro vezes entre os anos de 2007 e 2017 (Gráfico 6).

Gráfico 6 - Ativos totais BNDES (em R\$ bilhões constantes de 2022)

Nota: Inflacionado pelo IPCA.

Fonte: BNDES. Elaboração dos autores, 2023.

A expansão do Banco, medida em termos dos ativos totais e de seus desembolsos, engendrou críticas advindas da tradição ortodoxa. Eram comuns as críticas aos governos petistas em termos de “agigantamento” do BNDES em particular, e do Estado brasileiro em geral (Bolle, 2015; Pastore, 2016; Salto *et al.*, 2016). Estas críticas se intensificaram a partir de 2015 quando, no segundo governo Dilma Rousseff, a economia brasileira entrou em recessão e os indicadores fiscais se deterioraram. Não é propósito deste artigo discutir as causas da crise econômica. Todavia, a prevalência de um diagnóstico que atribuía a crise à deterioração fiscal – em particular, o aumento da dívida bruta do governo central e os déficits primários – colocou o BNDES na berlinda, já que os empréstimos do TN ao Banco, na forma de um subsídio, constituíam parte integrante da deterioração dos indicadores fiscais.

Entre 2008 a 2015, os empréstimos do Tesouro Nacional ao Banco

cresceram de 0,2% para 8,6% do PIB, tornando-se ativo significativo da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). Para a instituição, no domínio fiscal esses recursos originaram subsídios de natureza creditícia, decorrentes da diferença entre o custo de captação do Tesouro Nacional e o custo contratual pago pela instituição financeira, com implicações na despesa líquida com juros do setor público (Banco Central do Brasil, 2018). Isto porque o Tesouro Nacional captava em mercado os recursos à taxa Selic, mas os emprestava ao Banco à taxa TJLP, sistematicamente inferior à Selic, constituindo, portanto, um subsídio implícito, incorrendo em um custo fiscal.

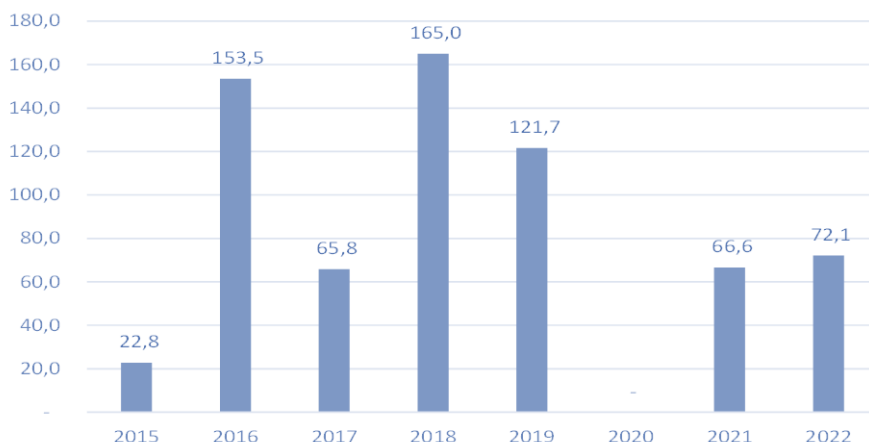
Em tese, as operações de empréstimo impactariam somente a dívida bruta do governo central no momento em que o TN capta os recursos, mas não impactam imediatamente a dívida líquida, porque os empréstimos ao BNDES implicam simultaneamente em crescimento dos ativos (créditos do Tesouro junto ao BNDES) e dos passivos (Gentil; Araujo, 2012). Todavia, o diferencial de juros – o subsídio implícito – impacta o déficit nominal, com implicações na trajetória da dívida líquida ao longo do tempo.

Nesse contexto, sobretudo a partir da tradição política que se estabeleceu da segunda metade de 2016 em diante (governos Michel Temer e Jair Bolsonaro), entraram em curso duas políticas que consistiram em modificar radicalmente o perfil do papel do BNDES. A primeira, na forma da Medida Provisória n.º 777/2017, alterou, a partir de janeiro de 2018, a taxa cobrada pelo BNDES para os novos contratos, criando a Taxa de Longo Prazo (TLP). Esta nova taxa seria calculada a partir da taxa negociada em mercado secundário de um título público indexado ao IPCA, de prazo de cinco anos, a NTN-B, não mais incorrendo, dessa forma, o custo fiscal implícito (subsídio), anteriormente originado da diferença de remuneração entre os recursos emprestados ao BNDES e o custo do serviço da dívida pública.¹⁵

15 A TLP também atenderia a outro diagnóstico, que, embora não constitua objeto deste artigo, precisa ser mencionado: o de que a existência de um segmento relevante do mercado de crédito remunerado à TJLP, inferior à Selic, perturbava o mecanismo de transmissão da política monetária sob os marcos do regime de metas inflacionárias.

A segunda foi dar início ao pagamento antecipado dos empréstimos do Banco ao TN. Esta iniciativa foi iniciada, diga-se de passagem, ainda no segundo governo Dilma, no valor de R\$ 15,8 bilhões em 2015, mas intensificada após o governo Temer. Só em 2016 foram mais de R\$100 bilhões devolvidos antecipadamente (Gráfico 7). Em 2014 havia ocorrido a última operação de empréstimo, e já em dezembro deste ano a TJLP, que estava em 5% ao ano, começou a subir, chegando a 7,5% no início de 2016.

Gráfico 7 - Recursos financeiros devolvidos antecipadamente ao Tesouro Nacional - R\$ bilhões constantes de 2022



Fonte: Elaboração própria. BNDES.

Tal política de devoluções foi justificada porque os recursos emprestados do TN ao BNDES estavam agora ociosos, sob um momento de crise econômica no país com forte queda do investimento e, portanto, da demanda por recursos do Banco. Segundo Giambiagi *et al.* (2018), aos propósitos do Tesouro Nacional de obter as devoluções antecipadas dos

recursos do Banco uniu-se o resultado do contexto econômico nas atividades do BNDES, permitindo o processo de antecipação. Para esses autores, a queda na demanda pelos recursos do BNDES, em decorrência da crise econômica, provocou forte redução nos desembolsos ao ponto de parte significativa dos recursos disponíveis ficarem ociosa no Banco.

Além disso, havia o argumento de engendrar uma economia de aproximadamente 7 bilhões de reais, considerando que naquele período a diferença entre a Selic e a TJLP¹⁶ era da ordem de 7 p.p. Ou seja, nesses termos, ocorreria uma redução do peso no custo dos créditos ao Banco remunerados a TJLP e financiados pelo custo da dívida pública. Haveria, em tese, para os críticos, uma “economia fiscal”, uma vez realizada a devolução dos mais de 100 bilhões de reais ao TN naquele período (Pereira; Miterhof, 2018).¹⁷

O argumento de tradição ortodoxa que associa parte da deterioração fiscal aos empréstimos do TN ao BNDES não alcança a totalidade das relações entre essas variáveis. Conforme o gráfico 8 a seguir, em 2008, quando se iniciam os empréstimos ao Banco, a DBGC estava em 56,0% do PIB, sofre um ligeiro aumento em 2009, e volta ao antigo patamar em 2010, mantendo-se estável até o último ano da concessão dos empréstimos em 2014, atingindo 56,3% do PIB. Devemos ter clareza aqui que, conceitualmente, as operações de empréstimo de fato provocam o aumento da DBGC porque o Tesouro precisa emitir nova dívida para realizar os empréstimos ao Banco. Todavia, esse impacto parece ter sido compensado por outros fatores que também influenciam na trajetória da DBGC, o que parece indicar certa coordenação na gestão da dívida para diferentes finalidades, incluindo a

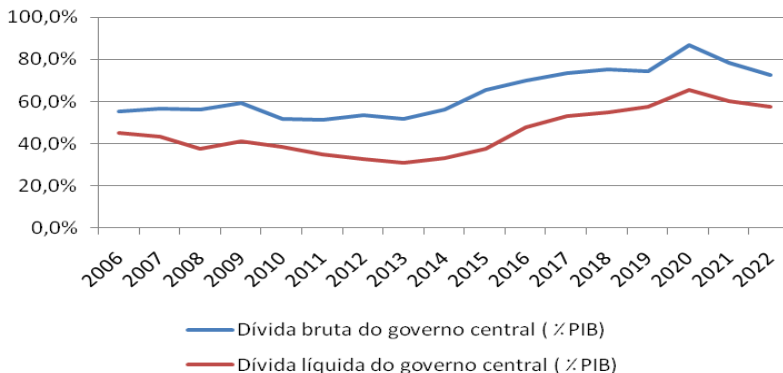
16 Cumprir ressaltar que o centro dessas questões envolve um ambiente de argumentos fiscais caracterizado pelo impacto na dívida bruta e o “subsídio”, conforme classificam os autores ortodoxos, gerado a partir do custo fiscal implícito (dada a diferença entre a Selic e a TJLP), assim como de política monetária, uma vez que, para os críticos da TJLP, esta provocaria uma perda de sua potência e seria um dos fatores responsáveis pela elevação dos juros (de curto prazo) do mercado.

17 Também não se deve descartar que, no plano mais geral, os governos Temer e Bolsonaro empreenderam uma gestão econômica de orientação liberal, incompatível com um BNDES com as dimensões obtidas ao fim do governo Dilma.

gestão da liquidez da economia.¹⁸ Tanto a dívida bruta quanto a dívida líquida descrevem trajetória de estabilidade ou queda durante os anos em que o TN concede empréstimos ao BNDES. Quando começam as devoluções antecipadas, já em dezembro de 2015, tanto a DBGC como a DLGC encontram-se em trajetória ascendente, chegando a atingir, em 2020, 86,9% do PIB e DLGC, 65,4% do PIB respectivamente. Em 2018, quando são devolvidos R\$180 bilhões, a dívida bruta atinge 75,3% do PIB. Certamente, a redução do custo fiscal que isto representou foi mais que compensada pelo próprio aperto da política monetária ou mesmo pelos efeitos da crise econômica sobre a arrecadação tributária e o resultado primário. É difícil, neste contexto, compreender o verdadeiro processo de desmonte a que o BNDES foi submetido após 2016 sob a lógica estritamente fiscal.

18 Foge ao escopo deste trabalho discutir as razões, por tratar-se de um debate a respeito da interação entre as políticas fiscal e monetária no que concerne a gestão da liquidez da economia. A emissão de dívida do Tesouro para conceder empréstimos ao BNDES provoca redução da base monetária, e, dada a preferência pela liquidez do setor privado, pode exigir reposição da liquidez por meio de compra de dívida junto ao público por parte do Banco Central, sob pena de provocar aumentos indesejados da taxa Selic, cuja meta é definida no âmbito da política de metas de inflação.

Gráfico 8 - Dívida bruta do Governo Geral (DBGC) e dívida líquida do Governo Central (DLGC), 2006 – 2022 - % do PIB



Fonte: Banco Central do Brasil, Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Elaboração dos autores, 2023.

Nota: Dezembro de cada ano.

Cabe, finalmente, perguntar: se fosse confirmada a hipótese dos apologistas da devolução antecipada de que o ajuste fiscal a partir do desmonte do BNDES permitiria a retomada do crescimento, como seria financiada a suposta retomada dos investimentos? Esta não é apenas uma pergunta retórica. Após a devolução antecipada, o Banco volta a depender do FAT como principal fonte de recursos. Vejamos, na seção a seguir, o que isto significou.

5. O retorno do FAT enquanto principal *funding* do BNDES e sinais do seu esgotamento

Com as devoluções antecipadas dos empréstimos ao Tesouro, o BNDES passou mais uma vez a contar com o FAT como seu maior provedor de

recursos. Conforme o gráfico 5 mostra, até 2008, o FAT destacava-se por ser a principal fonte de *funding* do Banco, mas após os empréstimos do Tesouro, o FAT passa a ocupar uma posição em segundo plano na participação das fontes de financiamento do BNDES. No entanto, a partir das devoluções antecipadas iniciadas ao fim de 2015, e a partir de 2018, o Tesouro deixa de ser o principal fornecedor de recursos e então o FAT volta à posição de destaque na composição do *funding* do Banco. Pode-se perceber que de 2007 a 2018 o FAT reduz a sua participação em 16,8 p.p.; 2018 foi o último ano em que o Tesouro foi a principal fonte de *funding* do Banco. Daí até 2022, a participação do FAT cresce 17,1 p.p. Por sua vez, o Tesouro representava em 2018 45,6 p.p. do passivo total do Banco, e perde importância a partir de então.

De 2018 até 2022 houve redução considerável da participação do *funding* proveniente do Tesouro, com crescente participação do FAT em igual período. Na verdade, em 2016, a participação de recursos provenientes do Tesouro Nacional foi de 49,8%, mostrando um movimento de diminuição da participação do Tesouro que naquele ano devolvera mais de 100 bilhões de reais. A partir daquele período as devoluções se intensificam explicando o porquê da pequena participação, já em 2019, do Tesouro no fornecimento de recursos para o BNDES. Naquele ano a parcela do Tesouro, conforme verificada no gráfico 5 é de 29,1% (uma redução de 27,2 p.p. em comparação ao ano em que se iniciaram as devoluções). Em 2022 apenas 13,2% dos recursos foram provenientes do Tesouro que, por outro lado, portanto, demonstra uma escala participativa crescente do FAT atingindo 52,6% de participação em 2022.

Retomada a condição do FAT enquanto principal fonte de recursos do BNDES, cabe indagar quanto à sua sustentabilidade. Recordando que o que originou as operações de empréstimos do TN ao Banco e a substituição do FAT pelo Tesouro enquanto principal fonte de *funding* foi justamente o esgotamento do FAT para sustentar o esperado ciclo de expansão do investimento, o seu restabelecimento enquanto principal fonte de recursos requer uma avaliação sobre se o seu esgotamento foi superado. Vejamos a seguir.

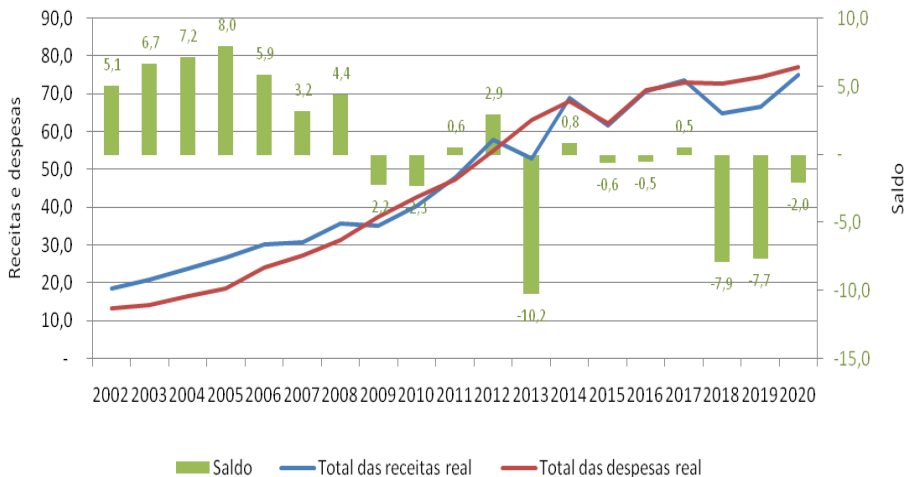
No que diz respeito às contas do FAT, os gráficos 9 e 10 a seguir evidenciam a evolução de suas receitas e despesas juntamente com o resultado, em valores constantes de 2020, no período de 2002 a 2020.

Inicialmente, apesar dos saldos demonstrarem que o FAT possuía recursos satisfatoriamente capazes de superar suas despesas, o aumento sucessivo de seus gastos como o seguro-desemprego, sobretudo a partir de 2004, e o abono salarial, desde 2001, e, ainda, a crise internacional, em 2008, fizesse com que o FAT registrasse em 2009, pela primeira vez no período em tela, déficit em suas contas. Este processo foi descrito anteriormente.

Nesse contexto, cabe observar que em 2010, como mostra o gráfico 9, o Tesouro Nacional passa a aportar também recursos ao FAT, como forma de reforçar sua capacidade financeira, e isto permanece até basicamente 2018. É importante ressaltar que o déficit no FAT a partir de 2009 ocorre mesmo com o reforço dos recursos do TN. Com efeito, o gráfico 9 permite identificar claramente dois períodos na trajetória do FAT nos anos em tela: superavitário durante o período de 2002 a 2008¹⁹ – mas um superávit decrescente –, ao passo que de 2009 a 2020 o saldo receitas-despesas do FAT torna-se deficitário.

19 Na verdade, desde que entrou em vigor em 1995 até 2008, o FAT obteve resultado positivo (ver Avaliação Financeira do FAT).

Gráfico 9: Receitas e obrigações do FAT (eixo esquerdo) e saldo (eixo direito), com a participação dos aportes do Tesouro Nacional, 2002-2020 (R\$ bilhões constantes de 2020)



Fonte: Avaliação Financeira do FAT-2021, inflacionado pelo IPCA. Elaborado pelos autores, 2023.

* Considerando os aportes do Tesouro Nacional entre 2010 e 2018.

** Em 2016 a alíquota DRU passa de 20% para 30%.

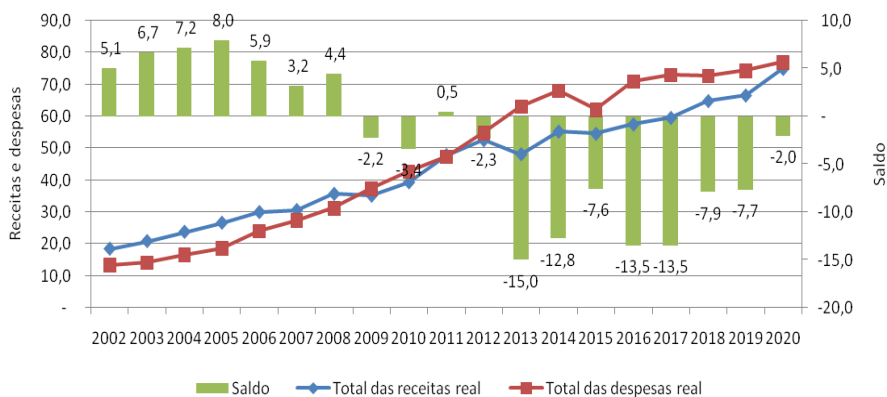
*** Em 2019 se encerra a DRU. O FAT constitucional passa a ser de 28%.

Por sua vez, no esforço de ressaltar o grau de insuficiência do FAT, o gráfico 10 mostra a evolução das receitas e despesas do FAT sem a participação do Tesouro. Nessas circunstâncias, o resultado do FAT alcança níveis bastante desfavoráveis, chegando a ter saldo negativo de 15 bilhões de reais em 2013, numa sequência de resultados negativos que seguem todo o período adiante.

No entanto, em ambos os Gráficos (9 e 10), percebe-se que até 2013 as receitas do FAT crescem de forma contínua e após esse período perdem fôlego, mesmo com a participação dos aportes do Tesouro a partir de 2010 (Gráfico 9) – os resultados são, claro, piores sem a participação do Tesouro

(Gráfico 10). Por sua vez, o pagamento do seguro-desemprego registra crescimento expressivo ano a ano (Tabela 2), sobretudo a partir de 2013, o que justifica a participação do Tesouro Nacional naquele período, uma vez que, sem a utilização dos recursos do TN, como mostra o Gráfico 10, o pagamento do benefício estaria bastante comprometido.

Gráfico 10 - Receitas e obrigações do FAT (eixo esquerdo) e saldo (eixo direito), sem a participação dos aportes do Tesouro Nacional: 2002-2020, (R\$ bilhões constantes de 2020)



Fonte: Avaliação Financeira do FAT-2021, inflacionado pelo IPCA. Elaborado pelos autores, 2023.

Nota: Sem os aportes do Tesouro Nacional de 2010 a 2018.

Em decorrência da diminuição dos impactos causados pela crise financeira internacional, em 2010 houve redução nas despesas com o seguro-desemprego, porém, apesar disso, o resultado do FAT se manteve deficitário. Além disso, em decorrência da crise econômica estabelecida no país em 2015, o mercado de trabalho foi bastante afetado com a diminuição do nível de formalidade, bem as alterações nas regras do seguro-desemprego a partir de então. Em síntese, excluindo as intervenções anticíclicas, conclui-se que

existe uma inclinação em níveis estruturais, de aumento das despesas em razão do crescente pagamento de benefícios, em contraponto a uma diminuição do fluxo de receitas, conforme exposto anteriormente. Nessas condições, as despesas correntes afetam de maneira negativa tanto o resultado primário quanto o nominal do FAT (Amorim *et al.*, 2011).

A Tabela 2 a seguir detalha os dados referentes ao gráfico 9, decompondo as receitas e as despesas do FAT para o período pós-2010 entre seus principais itens. Em todo o período em tela, as despesas crescem acima das receitas. Entre 2015 e 2020, há forte desaceleração das despesas e das receitas em comparação com o período 2010-2014. No período 2010-2014, o crescimento das receitas é fortemente impulsionado pelo TN. À medida que este vai deixando de aportar recursos ao FAT, as receitas desaceleram mais fortemente, o que mostra a dependência do FAT do TN. O FAT tem apresentado resultado deficitário entre 2018 e 2020, período no qual deixou de contar com os recursos aportados pelo TN.

Tabela 2 - Receitas, despesas e resultados do FAT 2010-2020 (R\$ bi constantes de 2020) e taxa média de variação anual (%)

Receitas	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2010-2014	2015-2020
Contribuição PIS-PASEP	28,39	35,83	37,4	39,21	42,34	39,76	37,81	41,21	45,51	48,1	60,91	10,51	6,25
Outras Receitas	10,92	12,01	15,17	8,92	12,92	14,8	19,69	18,36	19,35	18,51	14,08	4,29	1,44
Recursos do Tesouro Nacional	1,08	0,09	5,23	4,77	13,6	6,99	13	14,01	0,04	0,03	0,0	88,38	-95,59
Total das Receitas (A)	40,39	47,92	57,79	52,9	68,86	61,55	70,5	73,58	64,9	66,64	74,99	14,27	1,43
Seguro-Desemprego	21,2	23,35	27,27	31,48	35,32	35,94	37,14	38,59	36,56	37,46	40,08	13,61	2,13
Abono Salarial	8,96	10,19	12,18	14,47	15,59	9,56	17,63	16,48	17,47	17,56	19,26	14,85	3,59
Outras Despesas	0,55	0,55	0,53	0,49	0,51	0,52	0,55	0,56	0,54	0,47	0,38	-1,87	-4,79
Empréstimos BNDES	12	13,27	14,87	16,69	16,61	16,11	15,66	17,43	18,19	18,8	17,29	8,47	0,67
Total das Despesas (B)	42,71	47,36	54,85	63,13	68,03	62,13	70,98	73,06	72,76	74,29	77,01	12,34	2,09
Resultado (A-B)	-2,32	0,56	2,94	-10,23	0,63	0,65	-4,9	0,42	-7,84	-7,62	-2,02	1,93	-0,66

Fonte: Avaliação Financeira do FAT-2021. Elaboração dos autores, 2023.

É importante notar que também no período compreendido entre 2015 e 2020, os empréstimos do FAT ao BNDES cresceram pouco, mantendo-se praticamente estáveis nesse período – justamente o período das devoluções antecipadas do BNDES ao TN, quando o Banco volta a depender do FAT enquanto principal fonte de *fundings*. Por outro lado, conforme mostra o

gráfico 3, a participação do BNDES nas despesas do FAT se mantém estabilizada desde 2017, depois de um longo período de queda.

Em suma, o BNDES voltou a depender de um FAT esgotado em sua capacidade financeira, e em condições agora piores em comparação com o esgotamento que ensejou os empréstimos do TN ao BNDES, porque agora o FAT tem registrado resultados recorrentemente deficitários.

6. Considerações finais

No decorrer dos últimos anos os resultados do FAT têm sido sistematicamente deficitários. Com a necessidade de usar cada vez mais recursos do fundo para suprir às crescentes demandas para o pagamento de benefícios do seguro-desemprego e do abono salarial, em cenário de alta rotatividade do mercado de trabalho e valorização do salário mínimo até meados da década de 2010, bem como a crise econômica em que a economia brasileira mergulhou a partir da segunda metade dessa década, as receitas do Fundo desaceleraram, e passaram a crescer sistematicamente abaixo das despesas – ou seja, a condição de déficit não é meramente temporária. Mesmo as receitas financeiras do FAT – formadas pelo retorno dos juros sobre o montante repassado ao BNDES (e também aos demais bancos públicos) – têm sido insuficientes para cobrir esta diferença. Em suma, a combinação entre perda de fôlego, pelo lado das receitas, e a ampliação das despesas decorrentes de condições mais permanentes no mercado de trabalho, levou ao esgotamento da capacidade do FAT em atuar como principal fonte de *funding* do BNDES desde há cerca de uma década e meia. Isto explicou a necessidade de se buscar fontes alternativas de financiamento para o Banco, como a realização das operações de empréstimo do Tesouro Nacional ao BNDES.

Tais operações foram necessárias sob uma expectativa de expansão do investimento e forte dependência do financiamento de longo prazo pelo BNDES, face à histórica dificuldade do mercado de capitais brasileiro em suprir esses recursos. Todavia, esta expectativa não se confirmou: a

economia brasileira desacelerou após 2011, entrou em recessão entre 2015 e 2016, e permaneceu estagnada depois disso. A avassaladora reação ortodoxa impôs sua agenda de consolidação fiscal, da qual o BNDES faria parte. O custo fiscal do subsídio creditício e a ociosidade dos recursos – sob diretrizes de política econômica liberais nos governos Temer e Bolsonaro – ensejaram o processo de devolução antecipada dos empréstimos do TN, e em pouco tempo a composição das fontes de recursos do Banco voltou o FAT em posição majoritária.

Isto suscita duas questões. A primeira é que, sob um desejável cenário de recuperação econômica e do investimento, e sob a permanência das condições em que o mercado de capitais ainda se mostra incapaz de financiar o longo prazo, o BNDES dependente de uma fonte de recursos já esgotada terá dificuldades em suportar financeiramente uma retomada da atividade impulsionada pelo investimento. A sustentabilidade financeira do FAT é importante na economia brasileira porque, além disso, o Fundo sustenta políticas importantes, como o abono salarial e o seguro-desemprego. Uma escolha ao estilo cobertor curto – ter que reduzir o alcance do abono e do seguro-desemprego para ampliar os recursos para sustentar o investimento por meio do BNDES, ou, alternativamente, reduzir estes para ampliar aqueles – seria inconveniente. Não é o caso, portanto, de colocar em prática restrições ao seguro-desemprego e ao abono salarial, garantias sociais dos trabalhadores desempregados, muito menos ao fundo constitucional para financiamento de programas de desenvolvimento. Por um lado, o consenso pró-consolidação fiscal ainda parece vigorar, o que parece dificultar uma solução por meio do Tesouro – e dos gastos públicos, em última instância. Por outro, as dificuldades políticas em se ampliar a arrecadação do FAT por meio de aumento de sua base – em última instância, aumento de carga tributária – também parece constituir uma saída politicamente difícil.

Portanto, a segunda questão suscitada é que o BNDES, ao tornar-se novamente dependente de um FAT já esgotado em sua capacidade de expansão, tem a sua própria expansão limitada. Tais dimensões são compatíveis com uma economia estagnada, mas parecem ser incompatíveis com uma economia que aspira crescer, e crescer induzida pelo investimento.

Sob tais condições, qual é o futuro do BNDES e do financiamento do investimento na economia brasileira? Para um BNDES enxuto, somente o desenvolvimento de fontes alternativas, como o mercado de capitais, ou o recurso a captações externas, poderia compatibilizar o aumento sustentado do investimento com as condições de seu financiamento. A primeira alternativa significa apostar em um padrão que historicamente jamais se concretizou no país; a segunda significa recorrer ao aumento do passivo externo.

Na economia brasileira, combinar as aspirações de uma economia que cresce impulsionada pelo investimento requer fortalecer o BNDES e sua capacidade financeira. O TN não deve ser descartado *a priori* como parte da solução. Neste sentido, uma agenda de pesquisa voltada para avaliar os custos face aos benefícios das operações de empréstimo do TN ao BNDES constitui tarefa intelectual importante. Possivelmente, os desafios políticos são maiores do que os de ordem econômica: restituir o papel do TN em arranjos financeiros capazes de adequar as condições financeiras do BNDES, sempre que isto for necessário para sustentar os ciclos de investimento que a economia brasileira almeja e necessita alcançar.

Referências

Plataformas (online)

BNDES. Portal BNDES. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home>.

Bibliografia

AMORIM, B. *et al.* Fundo de Amparo ao Trabalhador: uma solução de financiamento esgotada? In: MONTEIRO NETO, A. (Org.). *Brasil em Desenvolvimento: estado, planejamento e políticas públicas*. Vol. 2. Brasília: Ipea, 2012.

ARAUJO, V., L.; COSTA, G. M. Bancos de desenvolvimento e mercado de capitais: panorama e perspectivas para o financiamento do desenvolvimento brasileiro. In: MONTEIRO NETO, Aristides (Org.). *Brasil em Desenvolvimento: Estado, Planejamento e Políticas Públicas*. Vol. 2. Brasília: Ipea, 2012.

BANCO Central do Brasil. *Créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES: impactos sobre a despesa com juros e a evolução da taxa de juros implícita da DLSP*. 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/Creditos_do_Tesouro_Nacional_junto_ao_BNDES.pdf. Acesso em: jul. 2023.

BARBOSA FILHO, N. O desafio macroeconômico de 2015-2018. *Revista de Economia Política*, v. 35, n. 3 (140), p. 403-425, jul.-set. 2015.

BARBOSA FILHO, N. Composição dos juros líquidos pagos pelo setor público no Brasil: 2002-2017. *Revista de Economia Política*, v. 38, n. 3 (152), p. 548-558, jul.-set. 2018.

BNDES. *Mercado de capitais e o financiamento de longo prazo no Brasil. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI)*. 2018. Organização de Julio Sergio Gomes de Almeida e Rafael Fagundes Cagnin. [S. n. t.].

BNDES. *O FAT e o BNDES*. Publicado em: 2022. Atualizado em: 2024. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/fundos-governamentais/fundo-de-amparo-ao-trabalhador-fat/fat-bndes>. Acesso em: dez. 2022.

- BNDES. *Relatório de efetividade 2007-2014: a contribuição do BNDES para o desenvolvimento nacional*. 2ª ed. Rio de Janeiro: BNDES, 2015.
- BOLLE, M. Do public development banks hurt growth? Evidence from Brazil. *Policy Brief*, Peterson Institute for International Economics, n. PB 15-16, Sept. 2015.
- BRASIL. Câmara dos Deputados. *Emenda Constitucional n.º 103 de 2019*. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/emecon/2019/emendaconstitucional-103-12-novembro-2019-789412-publicacaooriginal-159409-pl.html>. Acesso em: jul. 2023.
- BRASIL. Governo Federal. *Lei n.º 8.019, de 11 de abril de 1990*. Altera a legislação do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8019compilado.htm. Acesso em: jul. 2023.
- BRASIL. *Medida Provisória n.º 1.058, de 27 de julho de 2021*. *Diário Oficial da União*. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/medida-provisoria-n-1.058-de-27-de-julho-de-2021-334838067>. Acesso em: dez. 2021.
- BRASIL. Senado Federal. *Proposta de Emenda Constitucional, nº 87/2015*. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/122078>. Acesso em: jul. 2023.
- CARDOSO JÚNIOR, J. C.; GONZALEZ, R. Dilemas e alternativas ao financiamento das políticas públicas de trabalho e renda no Brasil. *Econômica*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, 2007.
- CARVALHO, F. C. Sobre a preferência pela liquidez dos bancos. In: PAULA, L. F.; OREIRO, J. L. (Orgs.). *Sistema financeiro: uma análise do setor bancário brasileiro*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- COSTA, Darc; *et al.* (2016). Entre o desenvolvimentismo e o neoliberalismo (1982-2004). *Memórias do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, Centro Celso Furtado, ano 5, n. 5, 2015.
- DIAMOND, W. *Development banks*. Baltimore: John Hopkins University Press, 1957.
- DIAS, F. Desvinculação das Receitas da União, ainda necessária? *Textos para Discussão*, Senado Federal, n, 103, 2011. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-103-desvinculacao-de-receitas-da-uniao-ainda-necessaria>. Acesso em: jul. 2023.
- FAT. *Boletim de informações financeiras do fundo de amparo ao trabalhador*. 2021. Disponível em: <https://portalfat.mte.gov.br/execucao-financeira-do-fat/avaliacao-financeira-do-fat/>. Acesso em: jul. 2023.

- GENTIL, D. L.; ARAUJO, V. L. Dívida pública e passivo externo: onde está a ameaça? *Revista de Políticas Públicas*, São Luís, n. esp., p. 71-86, out. 2012.
- GIAMBIAGI, F. *et al.* A Renegociação da Dívida do BNDES com o Tesouro Nacional: antecedentes, motivação e desdobramentos. *Texto para Discussão*, BNDES, n. 131, 2018.
- HERMANN, J. Desenvolvimento financeiro e concorrência privada: desafios para a funcionalidade macroeconômica dos bancos públicos. In: JAIME JUNIOR, F.; CROCCO, M. (Orgs.). *Bancos públicos e desenvolvimento*. Brasília: Ipea, 2010.
- HERMANN, J. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, v. 31, n. 3 (123), p. 397-414, jul-set. 2011.
- LESSA, C. Conversas informais: Carlos Lessa. *Memórias do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, Centro Celso Furtado, ano 5, v. 5, out. 2016.
- MAGALHÃES, J. P. A. Keynes e a nova economia do desenvolvimento. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. A. (Orgs.) *Economia do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- MELO, L. P. D.; *et al.* O Fundo de Amparo ao Trabalhador e o BNDES: trinta anos da Constituição Federal. *Revista BNDES*, Rio de Janeiro, v. 2015, n. 50, p. 7-58, 2018.
- PAULA, L. F. Teoria da firma bancária. In: PAULA, L. F.; SICSÚ, J. (Orgs.). *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- PAULA, L. F. *Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem keynesiana*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- PASTORE, A. C. Desajuste fiscal e inflação: uma perspectiva histórica. In: BACHA, E. (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.
- PEREIRA, T. R.; MITERHOF T. O papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a Criação da TLP. *Economia e Sociedade*, Campinas (SP), v. 27, n. 3 (64), p. 875-890, 2018.
- PINHEIRO, M. M. S. O papel dos fundos para-fiscais no fomento: FGTS e FAT. *Texto para Discussão*, Brasília, Ipea, n. 485, 1997.
- PROCHNIK, M. Fonte de recursos do BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 4, p. 143-80, dez. 1995.

- SALTO, F. *et al.* As duas dimensões do ajuste fiscal. In: BACHA, E. (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.
- SANTOS, V. Por dentro do FAT. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 26, p. 3-14, dez. 2006.
- SANTOS, L. O. Recursos do FAT e empregos gerados ou mantidos: estimativas para a atuação do BNDES entre 1996 e 2017. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 25, n. 50, p. 99-137, dez. 2018.
- TESOURO Nacional. Seguro-desemprego e mercado de trabalho: indicadores e insights. *Boletim de Avaliação de Políticas Públicas*, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional, 2016.
- TESOURO Nacional. Seguro-desemprego e mercado de trabalho: indicadores e insights. *Boletim de Avaliação de Políticas Públicas*, Brasília, Secretaria do Tesouro Nacional, 2018.
- THIRLWALL, A. P. *A natureza do crescimento econômico: um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações*. Brasília: Ipea, 2005.
- TINOCO, G. *et al.* Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT); breve histórico, condições atuais e perspectivas. *Revista BNDES*, Rio de Janeiro, v. 25, n. 50, p. 139-202, 2018.
- TINOCO, G. *et al.* A renegociação da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional: antecedentes, motivação e desdobramentos. *Texto para Discussão*, Rio de Janeiro, BNDES, n. 131, out. 2018.
- ZYSMAN, J. *Governments, markets and growth: financial systems and the politics of industrial change*. London: Martin Robertson, 1983.