

**Reflexões sobre o financiamento na
economia brasileira**

**Fernando Nogueira da Costa
Simone Silva de Deus**

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 109, abr. 2002.**

Reflexões sobre o financiamento na economia brasileira

Fernando Nogueira da Costa¹
Simone Silva de Deos²

Resumo

O presente ensaio tem como objetivo recuperar aspectos característicos da história do financiamento na economia brasileira, partindo da etapa colonial e chegando aos dias atuais. Apontamos a existência de cinco ciclos de financiamento correspondentes à vigência de determinados marcos institucionais no que diz respeito à questão financeira. Tais ciclos estão estreitamente relacionados às ondas de liquidez internacional. Os períodos de fácil endividamento externo são sistematicamente seguidos de etapas de ajustamento e recessão, quando se torna necessário forjar soluções “domésticas” – substitutos da moeda internacional, inovações financeiras etc. – para atender à demanda de financiamento. Do nosso ponto de vista, a abertura financeira, que subordina a economia brasileira às vicissitudes do mercado externo, tem relação direta com a instabilidade e o (sub)desenvolvimento financeiro da nossa economia.

Palavras-chave: História financeira; Economia monetária; Financiamento.

Abstract

The purpose of this essay is to discuss some central characteristics of financing in the Brazilian economic history, from the colonial period through the present. We indicate the existence of five financing cycles, each corresponding to the prevalence of one set of institutions. These cycles are closely related to waves of international liquidity. The periods of easy external indebtedness are systematically followed by years of adjustment and recession, when it becomes necessary to create internal solutions – substitutes of the international money, financial innovations etc – to meet to the demand for financing. From our point of view, the financial liberalization, which subordinates the Brazilian economy to the mood of the foreign markets, is directly related to the instability and to the financial underdevelopment of our economy.

Key words: Financial history; Monetary economy; Finance and funding.

Introdução

Na história econômica brasileira é possível identificar vários períodos em que o Brasil recorreu, maciçamente, ao endividamento externo. Rigorosamente, esse endividamento nasce com a “independência”, quando D. Pedro I dispôs-se a

(1) Professor-adjunto do Instituto de Economia da Unicamp, coordenador da FAPESP. E-mail: <fercos@eco.unicamp.br>.

(2) Doutora pelo Instituto de Economia da Unicamp e professora da Faculdades de Campinas – FACAMP.

pagar uma dívida de Portugal com a Inglaterra. A partir daí, empréstimos no exterior foram contraídos em grande número e em condições extremamente onerosas para o país, raramente articulados a um projeto de desenvolvimento econômico. Juros e amortizações foram pagos, freqüentemente, através de novos empréstimos contraídos para esse fim. Os diversos acordos de consolidação do endividamento, que levaram à emissão de novos títulos de dívida em prazos mais alongados, para pagamento de principal e serviço já vencidos, só prolongaram a agonia. E diante de tais circunstâncias, os banqueiros estrangeiros praticamente exigiram o controle da economia do país. A sedução do crédito externo, fácil em certas ocasiões, acaba levando ao abuso e cumpre um papel neocolonialista.

Alguns dados publicados ilustram o ocorrido em período recente. Por exemplo, de 1969 a 1987 (ano de moratória), o Brasil pagou US\$ 163 bilhões de serviço da dívida, sendo US\$ 100 bilhões apenas de juros. No período, a dívida brasileira, ao invés de diminuir, cresceu de US\$ 4,4 bilhões para US\$ 121,4 bilhões. Durante a “reciclagem dos petrodólares”, somente o governo Geisel elevou o endividamento externo de US\$ 17 bilhões para US\$ 43 bilhões. Os juros norte-americanos se encarregaram do resto... Recentemente, contabilizando-se as entradas e saídas de capital, estimou-se que sai do país US\$ 1,82 para cada dólar recebido. A dívida externa atinge, atualmente, US\$ 235 bilhões.

Em poucas oportunidades históricas houve a determinação nacionalista do governo de não mais recorrer à política “suicida” do endividamento externo, procurando subordinar o serviço da dívida já existente às condições do balanço de pagamentos. Também foram poucas as oportunidades em que essa determinação traduziu-se na criação de instituições que pudessem atender, internamente, às necessidades de financiamento, as quais foram crescendo à medida que a economia nacional tornava-se mais urbana, complexa e diversificada.

Neste ensaio de interpretação histórica, temos como objetivo identificar tendências que nos permitam refletir acerca do processo de (sub)desenvolvimento financeiro da economia brasileira. Faremos, por certo, uma “descrição estilizada”, que não tem pretensão de exaurir o tema, pois apresentaremos apenas as principais características e as modificações que ocorreram no sistema de financiamento ao longo da história econômica brasileira. Queremos recuperar os traços gerais das tentativas de criação de mecanismos de financiamento de longo prazo no país. Procuraremos analisar quais as causas de eventuais sucessos e por que os fracassos recorrentes, nesse quesito, por parte do mercado financeiro privado nacional.

Nossa hipótese é que o problema básico da economia brasileira, na área de financiamento, é a carência de *funding* interno adequado para alongar o perfil do endividamento. Na vigência de um modelo onde o sistema financeiro já tenha o necessário grau de desenvolvimento, o crédito bancário típico, de curto prazo, é realizado a partir do *finance*, isto é, da existência de um fundo rotativo bancário, onde os empréstimos retornam à rede bancária sob forma de novos depósitos. À medida que estes recursos provenientes do crédito vão sendo utilizados e a produção realizada, o multiplicador do investimento opera e renda adicional vai sendo gerada e distribuída entre as famílias e empresas. A partir daí, há necessidade de um conjunto de instituições financeiras que possam captá-la e transformá-la em recursos financeiros de longo prazo (*funding*), os quais venham a ser adquiridos pelas empresas investidoras a fim de consolidar o prazo de suas estruturas de passivos e ativos (Costa, 1999: cap. 12-13). Se essa hipótese estiver correta, suscita imediatamente uma questão: por que a incapacidade nacional de gerar ou organizar tais mecanismos domésticos de *funding*?

Para organizar nossa análise, adotamos uma periodização dessa história financeira com base no que chamaremos de *marcos institucionais*. Esses são definidos a partir de processos de inovações financeiras, em nível nacional, orientados por vontade política explícita como resposta aos choques cambiais (com fugas de capital) e à geração de necessidades e possibilidades econômico-financeiras internas. Essa institucionalidade é criada e recriada não só a partir da fundação ou extinção de instituições financeiras com propósitos específicos – caso típico de bancos estaduais e de bancos de investimentos nacionais independentes – mas também pela criação, destruição e recriação de um conjunto de regras e contratos que têm como propósito redesenhar o sistema de financiamento.

Com base nesses critérios, o *primeiro ciclo* dessa história – um longo período (3 séculos) de diminuta entrada de capital estrangeiro e escassez monetária – vai do início do período colonial até a criação do primeiro banco no Brasil, “marco zero” na história financeira nacional, que se dá na esteira da chegada da corte portuguesa. O *segundo ciclo*, que podemos caracterizar como de “abertura financeira”, inicia-se então em 1808. É uma fase de grande endividamento no exterior e tentativas sucessivas e fracassadas de “fazer o dever de casa” exigido pelo padrão-ouro, a qual termina com o (segundo) *funding loan*, em 1914. Seu encerramento é estabelecido pelo fechamento da economia em âmbito internacional, em consequência da Primeira Guerra Mundial, e pela fuga de reservas em ouro. Inicia-se uma onda de nacionalização e fortalecimento do sistema

bancário nos anos 20 e 30 (inclusive com a lei bancária de 1921), em que pese o retorno ao padrão-ouro com a breve experiência da Caixa de Estabilização (1927-29).

O *terceiro ciclo* tem início com essa conjuntura de transição institucional e prolonga-se, *grosso modo*, até a reforma financeira de 1964. Com a metade da duração secular do ciclo anterior, é caracterizado por recorrer-se relativamente menos a empréstimos em moeda estrangeira - exceto nos anos 20. Apresenta progressos importantes, ainda que insuficientes, no que diz respeito ao desenvolvimento de mecanismos de financiamento interno. A lição histórica a ser tirada do período é que “o capital se faz em casa”. O *quarto ciclo* em foco tem duração de cerca de 30 anos e inicia-se com essa importante reforma do sistema financeiro, na década de 60. Há, novamente, um período curto de abertura – anos 70 –, com facilidade de captações financeiras em âmbito internacional. Após uma “crise da dívida externa” decenal (anos 80), o ciclo encerra-se, em 1994, com a virtual destruição do sistema de regras e contratos indexados que vigorou a partir da mencionada reforma. Nos anos 90, novamente ganham hegemonia política os que acham que o Brasil deve aceitar, como fato inexorável, as “regras de conduta” exigidas pelo mundo globalizado, resignando-se a cumprir o “dever de casa”. Adota-se, impreviavelmente, uma ampla abertura financeira.

Ao final do trabalho, tentaremos demonstrar que os melhores resultados para o desenvolvimento econômico nacional ocorrem nos períodos em que, como resposta à crise externa, a capacidade criativa doméstica é posta à prova, respondendo então com vontade política e inovações financeiras internas. Do nosso ponto de vista, os ganhos obtidos em períodos de abertura financeira são restritos e curtos, às custas de perdas sociais amplas e duradouras, entre as quais o próprio subdesenvolvimento do mercado financeiro nacional.

1 Primeiro ciclo: economia colonial de escambo (troca direta de mercadorias)

No espaço colonial, a forma de manutenção de fortuna local, composta de escravos, terras e engenhos, era em bens de raiz, não sendo possível levá-los para a metrópole europeia. Havia grande dificuldade para transformar a fortuna em dinheiro. Muitos senhores de engenho eram ricos, mas havia o problema de falta crônica de moeda metálica. Os patrimônios eram cada vez maiores, mas a liquidez proporcionalmente menor, pois o valor de produção crescia muito mais que a

moeda em circulação. O escambo – troca direta de mercadorias – era a regra no varejo.

O comércio que abasteceu a lavoura de mão-de-obra escrava, ao longo de três séculos, fez o papel de banqueiro. Inclusive, em face da escassez quase absoluta de moeda, o governo da capitania do Rio de Janeiro determinou o curso forçado do açúcar para pagamento de impostos e soldos. Essa moeda-mercadoria – mesmo com valor incerto e flutuante face à paridade oficial – cumpria a função de intermediária de trocas de aceitação geral e medida de valor, enquanto os escravos desempenhavam a função monetária de reserva de valor, isto é, a representação da fortuna já obtida. O açúcar e os escravos eram os substitutos da moeda metálica e compunham o “sistema monetário” brasileiro da época colonial.

Entretanto, esses substitutos da moeda não eram suficientes para atender às necessidades. Para gerar “moeda de crédito” foi necessário criar laços de dependência pessoal, mesmo entre os homens livres. Assim, a “troca”, quando não liquidada em moeda, confundia-se com as relações pessoais de dependência ou domínio, e a “riqueza”, com o controle de homens e bens. Essa cadeia de “cordialidade” – com relações pessoais de *clientela* – determinava o crédito pessoal de cada qual. Origina, então, uma longa tradição histórica brasileira de tratar os negócios como *relações pessoais*, com o fornecedor do crédito sendo considerado alguém com quem se tem uma dívida moral, em vez de se estabelecer *relações monetárias*, liquidando as ligações pessoais com a entrega do dinheiro.

E a moeda metálica, onde foi parar, durante o *ciclo do ouro*? Vilar (1981: cap. XXVI), autor estrangeiro, é insuspeito para identificar as origens da estabilização monetária e da expansão inglesa com o ouro que vinha do Brasil.

“Já dissemos que a Inglaterra, pelo constante excedente de seu balanço comercial com Portugal e com o Brasil, deve drenar o ouro (e drená-lo em troca de produtos mais estimulantes para sua economia, como se tratasse de uma produção mineira própria). (...) De fato, de 1720-1721 à 1792-1798, datas em que renascem os grandes conflitos mundiais, pode-se falar de estabilidade monetária inglesa sob o signo da afluência e da cunhagem do ouro” (Vilar, 1981: 284-285).

Com o ouro, no século XVIII, o comércio em base monetária passa a ser uma realidade no interior da Colônia. Os locais podem acumular moeda e surge a possibilidade de se fazerem fortunas monetárias. A atividade governamental portuguesa passa a ser interiorizar o Fisco, acompanhando a interiorização da moeda. Com coerção e cobrança de impostos, a metrópole busca evitar o contrabando do ouro e a sonegação fiscal. Faz, também, a tentativa de destruição

compulsória da indústria colonial pelo alvará de 1785, proibindo as manufaturas na Colônia e ordenando a destruição dos teares em Minas Gerais. Mas não impede, na economia brasileira, um ciclo ascensional que se inicia em 1787 e vai até 1821, baseado na diversificação da produção agropecuária: um ciclo do gado e de culturas de substituição. Caldeira (1999: 240) considera que “a economia brasileira, já a partir do século XVIII, poderia estar andando pelas próprias pernas”, baseando esse crescimento em seu mercado interno e nos substitutos da moeda metropolitana.

2 Segundo ciclo: neocolonialismo da dívida externa

Em estudo clássico sobre a *Evolução do sistema monetário brasileiro*, Vieira (1947) contrapõe a evolução (e evasão) da moeda metálica à falta de continuidade da evolução dos órgãos emissores das notas bancárias e do Tesouro Nacional, no século XIX. Revela que, historicamente, o maior problema no passivo do balanço de pagamentos do país deriva-se das remessas feitas para pagamento de dívida. Esta tem origem com a própria “independência” do país - pois o reconhecimento do Brasil como Nação independente só foi possível mediante a passagem da dívida portuguesa com a Inglaterra para o Brasil - e foi logo seguida de outras.

Para a situação da economia brasileira na época, era impossível resgatar as primeiras dívidas, pois eram muito volumosas. Assim, a fim de atender aos compromissos de juros e amortização, era necessário contrair novos empréstimos, cada vez mais volumosos. Houve crescente progressão dos saldos monetários em circulação, derivados da dívida externa. A abolição da escravatura, particularmente, provocou um aumento desse saldo pois, para atender à carência de capitais face aos novos gastos de imigração e assalariamento e às novas formas de manutenção de riqueza, o recurso adotado foi contrair dívidas no exterior. Três acordos de consolidação da dívida externa – os *funding loans* de 1898, 1914 e 1931 - demonstraram que a tomada desses empréstimos acarreta um problema crônico de vulnerabilidade externa. Pela conclusão de Vieira (1947: 333),

“a principal causa explicativa das características e da evolução do sistema monetário brasileiro é a fragilidade econômica, oriunda da estrutura econômica agrícola do país (...), agravada por um estado deficitário crônico da balança de contas [balanço de pagamentos], em grande parte devido à formidável inflação de crédito externo, de que a Nação tem abusado”.

No histórico do sistema monetário brasileiro, percebe-se que a moeda de curso forçado tende a se impor como regra, com a substituição completa da moeda

metálica, inicialmente, pelas notas de bancos emissores (lastreadas em títulos de dívida pública) e, depois, por papel-moeda emitido pelo Tesouro Nacional. Foram inúteis todos os esforços para lastrear em ouro as emissões de notas para circulação. Eventos internacionais levaram à evasão das reservas cambiais, forçando a interrupção dos experimentos com o padrão-ouro. Entre estes, as maiores referências, na chamada República Velha, foram a experiência de Murinho³ – que provocou, na virada do século, recessão, falências e bancarrota na praça do Rio de Janeiro –, da Caixa de Conversão (1906-1914), e da Caixa de Estabilização (1927-1929).⁴ Evadido o ouro e restabelecido o curso forçado, o crédito interno aparece como alternativa ao externo.

Quando as dívidas são contraídas no exterior, em divisas, a conversão cambial faz aumentar o saldo de moeda nacional circulante, mas não deriva daí, diretamente, um aumento de preços, tal como prevê o pensamento econômico convencional. O que acontece é que a moeda nacional se depreciando face à estrangeira, elevam-se, internamente, os preços dos produtos importados. Em virtude dos insumos importados, encarecem também os produtos nacionais, no mercado interno. Esta pressão inflacionária aumenta a demanda por moeda por motivo transacional não sancionada por falta de numerário. Há, então, crescente apelo ao crédito interno, destacando-se a necessidade de baixar a taxa de juros.

O desenvolvimento financeiro do país foi tardio, travado pelo “neocolonialismo” da maioria da classe dominante. Desde que a política deflacionista de Murinho precipitou a crise bancária na praça do Rio de Janeiro, no final do século XIX, ela considerava uma dádiva a predominância de bancos estrangeiros no Brasil, pois seriam “a vanguarda do investimento externo” e facilitariam as exportações. Contudo, pouco faziam pelas atividades domésticas. *Até pelo menos a reforma institucional, nos anos 20 do século XX, não se pode constatar o pleno funcionamento de um sistema bancário no país, mas sim bancos isolados. Não havia, uma câmara de compensação que permitisse o uso generalizado de cheques, uma carteira de redesconto para apoio às situações de crise de liquidez, uma rede de agências bancárias integrada. Somente com essas instituições financeiras pode haver criação endógena de moeda bancária pelas forças do mercado.* Antes disso, os depósitos eram retirados para fazer face à alta geral de preços, custavam a retornar aos bancos, e eles não tinham como recorrer aos empréstimos de liquidez de uma autoridade monetária.

(3) Sobre esse episódio histórico ver Tannuri (1981) e Franco (1983).

(4) Neuhaus (1975) apresenta essa *História monetária do Brasil* de 1900 a 1945.

3 Terceiro ciclo: “capital se faz em casa”

Do ponto de vista do sistema de financiamento brasileiro, esse período inicia com uma importância expressiva dos bancos estrangeiros na economia nacional. Segundo Goldsmith (1996), os poucos bancos estrangeiros que estavam em atividade no país, no início dos anos 20, eram responsáveis por cerca de 45% dos depósitos e empréstimos do sistema bancário, controlando os financiamentos a curto prazo do comércio exterior e o mercado de câmbio. Provavelmente um reflexo, no mercado interno, das condições favoráveis do crédito em nível internacional, no período pré Primeira Guerra. Porém, esses bancos sempre realizavam poucos empréstimos para as atividades econômicas vinculadas ao mercado interno.

A lei bancária de 1921 limitou as atividades dos bancos estrangeiros de várias formas, e em 1929 sua participação nos depósitos e empréstimos havia caído para cerca de ¼, continuando a decair ao longo do período em foco. *É fato que isso ocorre, em parte, devido à importância cadente do comércio exterior na economia brasileira, mas é também um comportamento defensivo face às medidas legislativas, inclusive constitucionais (em 1934 e 1937), pregando a nacionalização do sistema bancário.* Em 1945, os bancos estrangeiros detêm apenas 7% de todos os depósitos, realizando apenas 5% de todos os empréstimos. Portanto, em duas décadas, passaram de uma posição de primordial importância para um papel secundário no sistema bancário do país.

Uma característica importante desse ciclo, portanto, é o estabelecimento de um sistema bancário efetivamente nacional. Ademais, ao longo desse período, a rede bancária doméstica se expande e os depósitos bancários passaram a ser aceitos de forma mais ampla, com os recursos emprestados voltando então ao sistema bancário. *Do ponto de vista da expansão e do aprofundamento das atividades bancárias, estariam assegurado os pré-requisitos mínimos para financiar o investimento via crédito, via criação endógena de moeda bancária, independentemente da acumulação prévia de “poupança”.*

Como salienta Sochaczewski (1993), dois motivos podem ser apontados para explicar a importância decrescente dos bancos estrangeiros. Em primeiro lugar, o colapso financeiro internacional de 1929 e a queda de importância do setor externo do país, que retraiu uma área de atuação onde estes bancos mantinham absoluta predominância. Além disso, o controle das operações cambiais pelo governo representou um choque para os bancos estrangeiros, os quais,

normalmente, não tinham o mercado interno como atividade primordial. Em segundo lugar, a tendência nacionalista adotada pelo governo Vargas, inclusive com medidas constitucionais, reduziu ainda mais suas perspectivas.

As necessidades e as possibilidades de financiamento mudam depois de 1930, em função do processo de industrialização e do contexto externo. O setor industrial nascente requeria financiamento de capital de giro, de curto e médio prazo. Além disso, o próprio investimento industrial, de maior escala, demandava recursos de longo prazo e gerava necessidade de financiar, também, os serviços de infra-estrutura. Estes emergiram como necessidade derivada do processo de industrialização, e exigiam mobilização de recursos em larga escala, com prazos maiores.

Resumindo a questão, Sochaczewski (1993) afirma que, já para esse período, o problema central dizia respeito ao financiamento de programas de desenvolvimento. A economia apresentava “gargalos” quase insuperáveis. O sistema tributário era anacrônico e ineficiente, e uma reforma não era cogitada. Os títulos públicos, por sua vez, estavam completamente desacreditados. Por outro lado, a inflação contribuía para que recursos privados fossem desviados para atividades não-produtivas como, na época da Segunda Guerra Mundial, a especulação com imóveis, zebu e algodão (Costa, 1978 e 1988). Diante desse quadro, apenas duas alternativas estavam disponíveis: capitalização interna das empresas e absorção de recursos externos, além do gradual comprometimento financeiro do setor público.

Indicador importante da vontade política orientada para a vigorosa promoção da industrialização, com interferência do Estado, foi a criação do BNDE, em 1952. Ele surge como gestor do Fundo de Reaparelhamento Econômico, que contaria com recursos de um adicional de 15% sobre o imposto de renda, um percentual de 25% das reservas técnicas das seguradoras e um empréstimo de US\$ 600 milhões do Eximbank. Esse empréstimo, a propósito, foi suspenso por motivos explicitamente políticos, em resposta a duas medidas de cunho nacionalista: a “campanha do petróleo” e a adoção do regime de câmbios múltiplos, que visava “hierarquizar” as importações. Mesmo que esses recursos de natureza fiscal e outros, resultantes de “poupança compulsória”, não fossem suficientes, havia a decisão política de manter o apoio financeiro governamental ao esforço de desenvolvimento via emissão monetária.

Apesar da ausência de um sistema bancário privado capaz de prover crédito de longo prazo e/ou de um mercado de capitais desenvolvido, um “arranjo”

institucional explica como o setor urbano-industrial ‘moderno’ registrou uma taxa de expansão tão elevada, a partir de meados dos anos 50. A maior parte dos fundos para o processo de industrialização derivava de três fontes. A primeira era o *setor público*, diretamente pelo *setor financeiro estatal* ou via incentivos fiscais e manutenção de subsídios cambiais à importação de equipamentos. A segunda era o *setor externo*, principalmente no financiamento de importações. Finalmente, a terceira possibilidade era as empresas recorrerem ao próprio *autofinanciamento*. Esse pode se dar pelo aumento da participação societária de matrizes ou associadas, através do ingresso de capital externo (IDE – investimento direto externo), ou pela utilização de lucros retidos, depreciação e reservas. A propósito, os lucros tendiam a ser elevados porque a estrutura de mercado predominante nos setores industriais era o oligopólio, porque foram adotadas medidas de proteção de mercado para a indústria nascente e devido ao distanciamento entre os ganhos de produtividade industrial e os salários reais pagos aos trabalhadores.

Com a aceleração generalizada da remarcação de preços a partir de 1959, esterilizou-se este instrumento de mobilização de recursos, via sobrepreços, para gerar *fundos próprios*. O financiamento a longo prazo das atividades produtivas de empresas brasileiras ficou, então, na dependência da criação de novos mecanismos institucionais de canalização de *fundos de terceiros*.

A inflação inibiu o desenvolvimento de um mercado financeiro de títulos de dívida de médio e longo prazos. O período de expansão industrial intensiva teve duração reduzida inclusive pela falta de adequação prévia dos esquemas de financiamento a termo. A reforma financeira de 1964/65 foi fruto de uma necessidade histórica, pois o sistema de financiamento era visto como um obstáculo à expansão econômica. A recessão experimentada a partir de 1962 era, em boa medida, atribuída a fatores de ordem “financeira”, e a reforma foi, de certa forma, produto dessa percepção.

4 Quarto ciclo: aborto do crescimento pelo endividamento externo

No período dessa reforma (1964-67), foram criadas novas instituições financeiras, com atribuições específicas – bancos comerciais para fornecerem crédito para capital de giro, financeiras o crédito ao consumidor e bancos de investimento o *funding* de longo prazo – tendo sido instituído também fundos sociais de financiamento. Buscou-se, ainda, uma forma alternativa de financiamento do déficit público. Quando, a partir de 1968, o governo conseguiu financiar a maior

parte do déficit fiscal pela colocação de títulos de dívida pública com cláusula de correção monetária, reduziram-se os créditos (inclusive do Banco do Brasil) ao setor público. Em busca de novas fontes de rentabilidade, ampliaram-se os financiamentos ao setor privado, efetuados pela rede bancária.

Na medida em que se reduzia, em termos relativos, a solicitação de fundos de financiamento pelos órgãos do setor público e, com a retomada do crescimento econômico após 1968, se alargava a faixa de empréstimos aos diversos ramos da indústria de transformação, o então BNDE foi ampliando progressivamente seus empréstimos em favor do setor privado.⁵ Vale observar também que os bancos de investimento não desempenharam o papel que a reforma financeira lhes atribuíra, de financiar os investimentos, por falta de *funding* adequado. Os CDB's privados não conseguiam grande colocação no mercado, para captação de depósitos a prazo, porque a preferência dos investidores, em uma situação de inflação (e juros) cadente, era aplicar em letras de câmbio com taxa de juros pré-fixadas.

O BNDE, no desempenho de suas funções, utilizou recursos próprios e de terceiros. Os recursos próprios (42,6% em 1970) e os de origem governamental (28,2%) foram de grande importância em suas aplicações.⁶ Contou também com fundos em moeda estrangeira provenientes de empréstimos diretos ou outras formas de crédito, como a concessão de avais ao financiamento externo do setor privado. Contudo, a participação dos empréstimos externos era diminuta no total de recursos mobilizados. É importante ressaltar que, em 1970, em pleno período conhecido como “milagre econômico”, era somente 3,4%. Tinham importância muito maior, por exemplo, os recursos internos vinculados a fundos especiais (19,6%) com destinação própria, para a realização de programas setoriais. O BNDE era mero depositário desses fundos, porém eles serviam com reforço a seu caixa unificado.

(5) Deve-se recordar que o período anterior de expansão industrial intensiva foi marcado pela ação financiadora do BNDE, basicamente sob forma de créditos aos *setores de utilidade pública*, como energia e transporte. Estes, em 1952 (ano de sua fundação), representavam 100% de suas operações em moeda nacional, reduzindo-se para 82%, em 1956 (Plano de Metas) e 62% em 1961, quando os financiamentos à indústria siderúrgica participaram com 22% do total.

(6) Inicialmente, no período 1952-64, tais recursos compunham o Fundo de Reparcelamento Econômico, contando com a receita do adicional de 15% sobre o imposto de renda das pessoas jurídicas e físicas. Havia ainda outros fundos e o depósito compulsório de até 25% das reservas técnicas anuais das seguradoras, cujo recolhimento vigorou até 1966. Com as reformas efetuadas no sistema tributário nacional após 1964, foram extintos os adicionais. A partir de 1968, a situação dos fundos de empréstimos do BNDE foi uniformizada, sendo-lhe destinadas dotações nos orçamentos federais, bem como parte da arrecadação de impostos sobre operações financeiras.

A FINAME – subsidiária do BNDE –, em suas operações de longo prazo, além de recursos próprios e do BNDE, contava com recursos do PIS, mediante convênio firmado com a Caixa Econômica Federal. O PASEP, instituído em 1971, era gerido, até 1974, pelo Banco do Brasil, quando, juntamente com o PIS, foi transferido para a gestão do BNDE.

Na etapa de expansão, o rápido crescimento da produção e a crescente retenção de lucros permitiu o financiamento dos investimentos também através da ampliação e renovação contínua de dívidas de curto prazo. No auge do ciclo, entre 1970 e 1973, os próprios Banco do Brasil e BNDE diminuíram o ritmo de financiamento, em função da queda relativa da demanda de fundos públicos. As empresas brasileiras obtiveram massa de lucro que permitiu o autofinanciamento e o crédito fácil do sistema bancário.⁷ No II PND, após 1974, com a política de preços e tarifas voltando a ser utilizada como instrumento antiinflacionário, os grandes projetos foram atendidos, predominantemente, por *crédito externo* (“surfando” novamente uma onda de liquidez internacional) e os investimentos “na margem” por *crédito corrente*.

Em resumo, no que diz respeito ao padrão de financiamento vigente nos anos 60 e 70, destaca-se a persistência de lacunas do crédito doméstico de longo prazo para o investimento industrial, restrito ao sistema BNDE. Não se desenvolveu o mercado de financiamento a longo prazo por bancos de investimento privados, objetivo da reforma financeira de 1964/65.⁸ A diversificação dos títulos financeiros não atingiu formas de captação de longo prazo (Barros, 1993).

“As mudanças em curso nas atividades dos bancos do capitalismo central, com o desenvolvimento do euromercado e a internacionalização das operações de crédito, acompanhadas internamente por medidas de estímulo ao endividamento externo, só faziam por reforçar o segundo termo do binômio autofinanciamento – recursos do exterior” (Cruz, 1994: 73).

A grande disponibilidade de recursos no mercado financeiro internacional, à taxa de juros inicialmente negativas em termos reais, parecia suprir sem

(7) Em 1973, pela primeira vez na história econômica brasileira, o setor financeiro privado conseguiu, em seu conjunto, ultrapassar o montante global de créditos concedidos por todas as instituições financeiras públicas. O vigor do auge, com a massa de lucro gerada no setor produtivo aplicada na acumulação financeira, permitiu sua redistribuição intercapitalista. No entanto, o período de desaceleração posterior reverteu esse quadro, reconduzindo as instituições públicas ao seu papel tradicional de prover crédito subsidiado em nível relativamente maior que as privadas. O crédito público demonstrou um caráter anticíclico.

(8) A única exceção diz respeito ao sistema financeiro habitacional com o *funding* de depósitos de poupança e o FGTS.

problemas a carência interna de fundos de longo prazo. Ao mesmo tempo, garantia a cobertura do déficit no balanço de transações correntes do país e até mesmo o acúmulo de reserva cambiais.

Característica importante do período, e outro legado da Reforma, foi a generalização da indexação nos contratos financeiros - tanto de captação, quanto de aplicação - o que, em tese, permitiria ao sistema operar com taxa de juros real positiva. Contudo, a instabilidade financeira não foi de todo afastada por meio da indexação. As instituições financeiras públicas, predominantemente, terminaram por bancar o risco de *spread* negativo, ao captarem pagando juros reais positivos (depósitos de poupança, ORTN, FGTS, PIS-PASEP) e propiciarem diversas linhas de financiamento com “crédito subsidiado” (juros reais negativos) para setores ou regiões “prioritários”. Para esses, havia também fundos e programas de fomento administrados pelo Banco Central do Brasil.

Há um expressivo endividamento público em títulos, no mercado doméstico, em contrapartida à estatização do endividamento externo, Agravam esse problema as duas máximas valorizações cambiais (1979 e 1983) e a grande elevação da *prime-rate* - a taxa de juros norte-americana - a partir de 1979. Os episódios de “prefixações” da correção monetária, “expurgos” ou mesmo manipulações nos índices oficiais de inflação, acentuaram a preferência pela liquidez, no caso, pela quase-moeda do *overnight*, restringindo ainda mais o já curto horizonte temporal dessa economia.

A retração em termos reais dos empréstimos, na primeira metade da década dos 80, refletiu em parte a própria queda da taxa de crescimento da economia. Mas também refletiu uma política de controle monetário e de crédito, que buscou um ajustamento externo da economia via controle da demanda agregada.

O problema da retração das fontes externas de recursos somou-se ao do alto custo dos empréstimos internos, não só pela alta da taxa de juros doméstica, mas também pelo crescimento da correção monetária, conseqüência da aceleração inflacionária. O risco do devedor entrar em fragilidade financeira, devido ao aumento do serviço da dívida em relação à receita esperada, levava à fuga do endividamento indexado (Costa, 1999: 254). Ficou patente a inviabilidade dos contratos de longo prazo vigentes, sejam os nacionais com cláusulas de correção monetária, sejam os internacionais com correção cambial e repactuação periódica dos juros ao nível em vigor no mercado financeiro externo.

Com o aprofundamento da recessão, o sistema BNDES passou a cumprir a função de apoio ou socorro financeiro a empresas mais debilitadas pela crise e a

efetuar operações do FINSOCIAL. Os desembolsos para ampliação da capacidade produtiva registraram, nos anos 80, significativa queda real.

5 Ciclo atual: liberalização e abertura financeira

Os anos 90 caracterizam-se por um processo de liberalização financeira, com governos neoliberais buscando uma diminuição do papel do Estado na regulação do financiamento da economia brasileira. Como mostra Simoens (1997), há uma inflexão no modelo de financiamento do desenvolvimento, até então sustentado em duas grandes fontes internas: o *financiamento público*, com repasses de recursos fiscais e parafiscais, e o *autofinanciamento*, tanto de empresas privadas, quanto de estatais. Os desequilíbrios orçamentários da União e dos Estados mobilizaram todos os recursos fiscais, impedindo a continuidade dos repasses. O desemprego esvaziou os fundos sociais. A estabilização inflacionária, a abertura comercial e a contração do mercado consumidor limitaram a elevação dos *mark-ups* das empresas, diminuindo os lucros retidos e, conseqüentemente, o autofinanciamento.

É difícil enquadrar o sistema financeiro brasileiro dentro da tipologia formulada por Zysman (1983). O modelo típico dos países anglo-saxões seria baseado em *mercado de capitais*, o franco-nipônico em *crédito público*, e o germânico em *crédito privado*. Como vimos ao longo desse trabalho, a economia brasileira possui traços não plenamente desenvolvidos dos três modelos de financiamento a prazo: mercado de capitais raquítico, crédito público insuficiente, crédito privado incipiente. Talvez sua melhor classificação seja de acordo com a terminologia proposta por Hicks (1974). Ele opôs dois regimes macro-financeiros, qualificados de *economia de endividamento* (ou com cobertura) e *economia de autofinanciamento* (ou de fundos próprios). Este último regime seria o mais representativo da economia brasileira, embora a emissão de ações, uma das fontes de *recursos próprios* – a outra deriva-se dos lucros retidos pelas empresas, inclusive as matrizes internacionais –, seja muito precária.⁹

Um dos motivos por que o *funding* interno não atende todas as necessidades do financiamento a longo prazo é que mais da metade da população brasileira não tem sobra de renda líquida para aplicar no mercado financeiro. A maior

(9) Por exemplo, em 1999 houve apenas 10 operações de emissão de ações, que somaram R\$ 2,749 bilhões. Esse número de emissões foi a metade dos lançamentos de 1998 e um terço das emissões de 1995. Os cancelamentos de registro de companhia aberta na CVM superaram as aberturas. Foram 54 cancelamentos contra 38 aberturas.

especificidade (e perversidade) do capitalismo brasileiro é que ele tem a pior concentração de renda entre os países industrializados. Os trabalhadores com renda familiar inferior a 8 salários mínimos (R\$ 1.088) gastam o que ganham.¹⁰ Nas faixas superiores de renda, a fatia destinada a formar uma reserva financeira oscila entre 6,5% (de 8 a 10 salários mínimos) e 26,3% (mais de 30 salários mínimos: R\$ 4.080). Mesmo essa “sobra” está abaixo do recomendado por especialistas em finanças para manter um patrimônio financeiro adequado para a aposentadoria (30% da renda). A dedução lógica é que, ao contrário do que prega a ortodoxia econômica, a restrição aos gastos em consumo, no Brasil, não provoca nenhum “aumento da poupança (*ex-ante*)”. Pelo contrário, é preciso ter um ganho extra de renda para se aplicar no mercado financeiro. Uma melhor distribuição de renda propiciaria ampliação dos gastos em consumo, multiplicação da renda e maior “poupança *ex-post*”, isto é, elevação das aplicações financeiras propícias a um *funding* de longo prazo.

Também é interessante observar o perfil dos aplicadores. Entre as pessoas físicas, a caderneta de poupança (que propicia *funding* para o sistema financeiro de habitação) ainda é a aplicação mais popular (ver Quadro 1). À medida que as famílias passam para faixas de renda superiores, diminui esse tipo de aplicação e aumenta a diversificação financeira. Contudo, mesmo essa diversificação não os impele a aplicações de longo prazo, pois o que vai crescendo relativamente é a parcela de recursos aplicados em fundos mútuos, que são eminentemente de curto prazo. A hipótese é que a economia brasileira não dá segurança (inclusive direitos aos acionistas minoritários) para o investidor pessoa física sair das aplicações tradicionais.

Quadro 1
Aplicações financeiras das famílias brasileiras – 1996
Em %

Salários mínimos	Sobra da renda	Poupança	Fundos mútuos	Ações	Dólar e ouro
De 8 a 10	6,5	96,3	3,7	-	-
De 10 a 15	7,6	92,6	6,8	-	-
De 15 a 20	11,1	88,2	9,0	0,1	2,7
De 20 a 30	13,2	89,3	9,9	0,5	0,3
Mais de 30	26,3	49,8	38,8	6,6	4,9

Fonte: IBGE apud *Folha de São Paulo*, 14 fev. 2000, p. 2.4.

(10) Do total de 12,544 milhões de famílias analisadas pelo IBGE, 52% recebem menos de 8 salários mínimos. Na POF (Pesquisa de Orçamento Familiar), realizada em 1996, foram ouvidas 46,3 milhões de pessoas, o equivalente a 37,7% da população urbana do país. Somente 2,8% da população brasileira recebe acima de 20 salários mínimos.

Um *funding* alternativo teria de ser buscado junto aos investidores institucionais (fundos mútuos de investimento, fundos de pensão, seguradoras). É interessante examinar a carteira, por tipo de aplicação, destes investidores. Os fundos de renda fixa possuíam, em julho de 1999, 76% dos R\$ 160 bilhões de patrimônio líquido concentrados em títulos de dívida pública federais, e 9% em operações compromissadas no *overnight*. Isso corresponde a 32% do total do estoque da dívida mobiliária, o que faz deles um dos grandes financiadores da dívida interna brasileira, que tem perfil de curto prazo.

Quanto aos fundos de pensão, vamos compara suas carteiras em duas datas posteriores à estabilização: em dezembro de 1994, quando tinham um patrimônio líquido de R\$ 46,488 bilhões, e em junho de 1999, quando detinham R\$ 97,742 bilhões. O que ocorreu então? As aplicações em ações (de 39,1% para 22,9%), imóveis (de 14,4% para 10,2%) e depósitos a prazo (de 11,5% para 6,9%) declinaram em função da maior participação de fundos de renda fixa (de 12,4% para 28,6%), de renda variável (de inexistente para 11,9%) e títulos públicos (de 3,8% para 7,5%). Fica clara a preferência “curto-prazista” e por terceirização da administração dos seus patrimônios, ao aplicarem em fundos mútuos de investimentos. Ademias, considerando-se que $\frac{3}{4}$ das carteiras dos fundos de renda fixa estão também com títulos de dívida pública, verifica-se que os investidores institucionais optam por estes, em desfavor das ações das empresas privadas nacionais e dos títulos de dívida privada. Assim, nem mesmo a aplicação em fundos de pensão, investidores típicos de longo prazo, garante de fato o *funding*, porque aqui esses investidores também se voltam para o curto prazo...

No que diz respeito à emissão de ações, cabe apontar que são muitos os obstáculos enfrentados pelas empresas que queiram capitalizar-se dessa forma. Mas o principal é que as ações de empresas de segunda linha são muito depreciadas (baixo *valor de mercado*), e não vale a pena então ter sócios tendo em troca poucos recursos face ao *valor patrimonial* da companhia. Além disso, as emissões internas têm um grande concorrente: os financiamentos no mercado externo. Empresas de médio e grande porte conseguem emitir dívida no exterior com custos mais baixos que os internos. As empresas não irão emitir ações na bolsa de valores brasileira enquanto puderem fazer uma captação mais barata no exterior, e sem “ganhar” novos sócios. A demanda limitada por ações de empresas privadas nacionais as estimula a buscar capital fora do país. Por isso, sem uma reforma no mercado de capitais que estimule a emissão de ações, uma cobertura financeira - estatal ou privada - para os investimentos, ou uma possibilidade de recorrer à geração de fundos próprios através da elevação dos lucros retidos, só resta às empresas nacionais sucumbirem ao apetite dos investidores estrangeiros.

Segundo a UNCTAD, o Brasil lidera a atração de capital estrangeiro na América Latina e Caribe. O crescimento do investimento direto externo (IDE) foi uma das principais características da década de 90 para a América Latina: houve uma entrada líquida de US\$ 402 bilhões nesse período, num movimento sem precedentes, mesmo levando em consideração o pós-guerra.¹¹ O Brasil recebeu mais do que os outros países da região, totalizando US\$ 107 bilhões. Diferentemente do que ocorreu nas décadas de 50 e 60, contudo, esse afluxo de capitais esteve associado, especialmente na América do Sul, às aquisições de empresas, principalmente as estatais privatizadas.¹²

Uma dimensão importante e ainda pouco debatida dessa recente “onda” de IDE é o seu papel de fonte de financiamento das empresas. Parcela significativa desses investimentos externos constitui-se, diretamente, em capitalização das empresas estrangeiras aqui já estabelecidas, que recebem aportes das matrizes. Dessa forma, tendo acesso a recursos relativamente mais baratos, prescindem do mercado financeiro doméstico. Muitas vezes, recursos que entraram no país, originalmente, sob a forma de empréstimo, acabam sendo convertidos, contabilmente, em investimentos diretos e “inflam” essa conta. Isto é feito para aproveitar-se, por exemplo, de vantagens fiscais.

Não se pode negar que o IDE tem sido fundamental para a cobertura do *deficit* no balanço de transações correntes do país. Entretanto, a médio ou longo prazo os investimentos implicam em remessa de lucros.¹³ Essa situação só se equilibrará dinamicamente se os investimentos externos continuarem expressivos e/ou se resultarem em aumento de exportações.¹⁴ Na realidade, os efeitos do IDE são bastante determinados pelo grau de soberania nacional da política de financiamento adotada no país.

(11) Nos anos 80, a entrada de capital estrangeiro direto na região era inferior aos US\$ 10 bilhões por ano, mas na década seguinte esse valor se multiplicou, chegando a US\$ 33 bilhões em 1995 e a quase US\$ 100 bilhões em 1999. O estoque de IDE no Brasil até 1995, de acordo com o Censo de Capitais Estrangeiros, era de US\$ 42,5 bilhões. Em setembro de 1999 chegava a US\$ 113,2 bilhões.

(12) Só no México o investimento direto externo esteve relacionado principalmente à abertura de novas fábricas, graças ao acordo de livre comércio com os Estados Unidos.

(13) No Brasil, até 1995, os envios de dividendos para o exterior eram de aproximadamente US\$ 700 milhões ao ano. Em 1998, chegaram a US\$ 7,5 bilhões.

(14) No entanto, o foco dos investimentos diretos estrangeiros tem sido especialmente voltado ao mercado interno e ao Mercosul. Em 1999, por exemplo, os serviços atraíram 85% deles. Esse setor não apenas gera dólares e remete divisas para o exterior, como também demanda importações. No Brasil, a participação dos serviços no IDE duplicou em relação aos dados históricos registrados até 1995. Até então, os serviços respondiam por apenas 43,4% dos investimentos. No período 1995-99, a participação da indústria caiu de 55% para 13,2%.

Conclusão

A análise dos mecanismos de financiamento ao longo da história da economia brasileira mostra um rearranjo, de acordo com a conformação de cada padrão de desenvolvimento, de uma estrutura financeira tripolar, constituída de setor externo, setor público e setor financeiro privado nacional. Enquanto este último, especialmente na área bancária, restringe-se ao financiamento das necessidades de capital de giro, os dois outros revezam-se na capacidade de financiar os investimentos a prazo maior.

Há, na história econômica brasileira, duas alternativas de financiamento a termo:

(1) *financiamento indireto* via intermediários financeiros, empréstimos em moeda estrangeira, mecanismo cambial, tributação ou qualquer outro instrumento governamental;

(2) *financiamento direto* (ou *autofinanciamento*) via investimento direto externo e reinversão de lucro da indústria, acumulado em função de redistribuição de renda entre os setores industrial e agrícola implícita em seus termos de troca, do aumento da produtividade acima dos salários reais e ampliado por remarcação de preços em ritmo superior aos custos.

Esse mecanismo inflacionário, a propósito, também resulta em redistribuição de renda, tanto entre classes sociais (por exemplo, devido à queda de salários reais), quanto entre capitalistas de diferentes setores (por exemplo, entre exportadores e importadores). Agrava-se a concentração de renda, após 1964, quando passa a existir na prática um sistema bi-monetário com a “moeda de rico” (indexada) e a “moeda de pobre” (desprotegida da corrosão inflacionária). Os que têm aplicações no mercado financeiro tornam-se “sócios da inflação”, recebendo a correção monetária como dividendo.

Entretanto, quando há a generalização da indexação, surge a ameaça de hiperinflação aberta, esgotando-se a funcionalidade desse mecanismo perverso de transferência de renda. O Plano Real, em 1994, resulta de uma intervenção arbitrária no sistema contratual brasileiro então em vigor. Todos os contratos trabalhistas e de alugueis são alongados de maneira compulsória. Todas as cláusulas de reajuste em prazo inferior a um ano e as de indexação são proibidas.

O Plano Real foi mais uma dentre as várias tentativas de estabilização cambial, seja em padrão-ouro, seja em padrão-dólar, ocorridas em nossa história

monetária. Este fenômeno recorrente é resultado da desvalorização contínua da moeda nacional, que faz com que quantias fixas, quando pagas em ouro ou dólar – como é o caso do pagamento de dívida externa e importações – convertam-se em aumentos nominais de despesa em moeda nacional. Assim, o sonho de obter os préstimos do mercado financeiro internacional e constituir uma “moeda forte”, simplesmente macaqueando o comportamento ortodoxo, exigido pelos credores e sustentado pelo pensamento econômico dominante, não é raro.

Sob diferentes rótulos – de *papelistas* versus *metalistas* a *neonacionalistas* versus *neoliberais*, passando por *desenvolvimentistas* versus *monetaristas* –, trava-se um debate ideológico no Brasil, desde meados do século passado, a respeito da formulação adequada da política econômica. Os *papelistas* preferiam um padrão fiduciário e os *metalistas* defendiam um padrão metálico.¹⁵ Para estes (e seus discípulos), é necessário sempre “fazer o dever de casa”, isto é, seguir as regras de condutas impostas de fora para dentro.

No entanto, pela análise histórica, fica clara a diferença do período mais recente de “liberalização financeira” em relação ao período de “repressão financeira” anterior, quanto à taxa de crescimento do PIB nacional. A economia brasileira registrou seu período de maior crescimento entre 1947 e 1981: 6,8% ao ano. Desde então, a taxa média de crescimento anual do PIB tem sido de 2,3%, inclusive com uma variabilidade maior.

A que conclusões chegam as nossas reflexões sobre o financiamento na história econômica brasileira? O problema de obtenção de *funding* para consolidação do financiamento a longo prazo reflete *as duas faces da moeda* (nacional): a dificuldade brasileira de *ter dinheiro* (moeda atuando como meio de pagamento, medida de valor e reserva de valor) e a de *obter crédito*. Isso porque, desde a Colônia, a manutenção da riqueza em nosso país não ocorre de forma estritamente monetária; no passado, predomina o estoque de riqueza em escravos, terras, engenhos, imóveis urbanos etc. Após a Independência, as emissões de títulos de dívida pública fornecem lastro para aplicações financeiras, contrapondo-se – parcialmente – às fugas de capital para o ouro ou divisas estrangeiras. Mas ganham mercado em relação aos títulos de dívida privada e dificultam a obtenção de *funding* interno adequado para financiamento de longo prazo por parte dos bancos nacionais privados. Recorre-se à dívida externa, em circunstâncias de *abertura financeira*,

(15) Segundo Peláez & Suzigan (1976: 71), “é difícil compreender a evolução das instituições creditícias e monetárias do Brasil sem uma análise dessas duas escolas de pensamento”.

com uma visão “curto-prazista” e um efeito perverso para as futuras gerações. Em *períodos de fechamento*, soluções heterodoxas extra-mercado, tipo constituição de fundos para-fiscais e mecanismos cambiais e inflacionários, conseguem propiciar o financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro. Infelizmente, logo esses mecanismos se esgotam e o “canto da sereia”, emitido pelo endividamento externo, soa novamente, dando início a um novo ciclo de dependência.

Bibliografia

- BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. A moeda indexada: uma experiência brasileira. *Economia e Sociedade*, Campinas, ago. 1993.
- CALDEIRA, Jorge. *A nação mercantilista*. São Paulo: Editora 34, 1999.
- COSTA, Fernando N.. *Bancos em Minas Gerais (1889-1964)*. Campinas: Unicamp. DEPE-IFCH, 1978. (Dissertação, Mestrado).
- COSTA, Fernando N. *Banco de Estado: o caso BANESPA*. Campinas: Unicamp. IE, 1988. (Tese, Doutorado em Economia).
- COSTA, Fernando N. *Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista*. São Paulo: Makron Books, 1999.
- COSTA, Fernando N. *Economia em 10 lições*. São Paulo, Makron Books, 2000.
- CRUZ, Paulo R. Davidoff. Notas sobre o financiamento da economia brasileira do após guerra. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 3, dez. 1994.
- CURRALERO, Cláudia. *A atuação do Sistema BNDES como instituição financeira de fomento no período 1952/1966*. Campinas: Unicamp. IE, 1998. (Dissertação, Mestrado).
- FRANCO, Gustavo. *Reforma monetária e instabilidade durante a transição republicana*. Rio de Janeiro: BNDES, 1983.
- GOLDSMITH, Raymond W. *Brasil 1850-1984: desenvolvimento financeiro sob um século de inflação*. São Paulo: Harper & Row, 1986.
- HICKS, John. *A crise da economia keynesiana*. São Paulo: Vértice, 1974.
- NEUHAUS, Paulo. *História monetária do Brasil: 1900-45*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1975.
- PELÁEZ, C. M., SUZIGAN, W. *História monetária do Brasil: análise da política, comportamento e instituições monetárias*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1976.
- PEREIRA, José Eduardo de Carvalho. *Financiamento externo e crescimento econômico do Brasil: 1966/73*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1974.
- SIMOENS DA SILVA, Luiz Afonso. *O financiamento do desenvolvimento na década de noventa*. Recife: ANPEC-ABDE, 1997. (Mimeogr.).

- SOCHACZEWSKI, A. *Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil: 1952-1968*. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993.
- STUDART, Rogério. *Investment finance in economic development*. London: Routledge, 1995.
- SUZIGAN, Wilson et al. *Financiamento de projetos industriais no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1974.
- TANNURI, Luiz Antonio. *O encilhamento*. São Paulo: Hucitec-Funcamp, 1981.
- VIEIRA, Dorival Teixeira. *Evolução do sistema monetário brasileiro*. São Paulo: IPE-USP, 1981 (original de 1947).
- VILAR, Pierre. *Ouro e moeda na história (1450-1920)*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1980.
- ZYSMAN, J. *Governments, markets and growth*. Ithaca: Cornell University Press, 1983.