

A relação entre o passado colonial da economia brasileira e o desenvolvimento do seu sistema financeiro

Daniela Freddo*
Adriana Moreira Amado**

Resumo

Este artigo tem como principal objetivo discutir a relação entre uma economia cuja origem é colonial e o desenvolvimento do seu sistema financeiro. Argumenta-se que, no caso brasileiro, o desenvolvimento do sistema financeiro e do sistema produtivo não caminharam juntos. A hipótese subjacente é a de que existe uma conexão entre um sistema financeiro deficiente em prover fundos ao investimento e a condição periférica de uma economia. Parte-se da premissa de que a economia colonial estava subordinada às instituições europeias apesar de completamente imersa no processo de acumulação do capitalismo mercantil. Este cenário modificou-se quando da passagem da economia brasileira de um modelo primário-exportador para outro orientado para a demanda doméstica. A rapidez do processo de industrialização pressionou o sistema financeiro que não estava apto a atender a demanda crescente por crédito. Neste contexto, as transformações da economia brasileira foram ampliando a necessidade de instrumentos e mecanismos de financiamento do investimento. No entanto, argumenta-se que, conforme as instituições financeiras se desenvolviam, obtinham lucros não apesar das anormalidades impostas pela condição periférica da economia brasileira, mas por causa delas. Isso lhes possibilitou altas taxas de rentabilidade, a despeito de sempre procurarem manter-se afastadas financiamento produtivo de longo prazo. Esta seria a herança deixada pela matriz colonial ao sistema financeiro brasileiro.

Palavras-chave: Economia Periférica; sistema financeiro; sistema produtivo.

JEL: N10; N16; N26

Abstract

This paper aims to discuss the connection between a post-colonial economy and the development of its financial system. In Brazil's case, it will be argued that the development of its financial system and its productive system did not go pari passu. By the beginning of Brazilian Import Substitution Industrialization (ISI), after the 1930s, it could be noticed a complete deficiency of the financial system in satisfying the growing demand for credit. The hypothesis underlying is that there is a connection between deficient financial system and peripheral economy condition. As analyzed by Celso Furtado (1959), Brazilian economy was formed with the external objective of providing high value commodities to Portugal, allowing the latter to obtain high levels of mercantile profits. Therefore, institutions required to develop modern capitalism, such as the financial system, did not evolve at the colonial space. For the colonial economy was subordinated to European institutions, although completely immersed in the accumulation process of European capitalism. This was changed during the transition of Brazilian economy from a primary-commodity-exporting model to a domestic oriented industrialization model in a short period of historical time. The quickness of the industrialization process heavily pushed the demand for financing and the financial system was not able to respond promptly, given its institutional framework adapted to the former model. Instruments and mechanisms of financing were being forged along the Brazilian industrialization process. Along the development of the financial system on the 20th century, it learned to obtain its profits not in spite of the abnormalities of a peripheral economy's condition, but because of them.

Key-words: Peripheral-economy, financial system, productive system

* Professora Adjunta do Departamento de Economia da Universidade Brasília. e-mail: danielafreddo@unb.br

** Professora Titular do Departamento de Economia da Universidade de Brasília. E-mail: uctpama@unb.br

1 - Introdução:

O objetivo deste artigo é analisar a relação entre uma economia cuja origem é colonial e o desenvolvimento do seu sistema financeiro. Procura-se compreender por que, no caso brasileiro, houve um descompasso no desenvolvimento dos sistemas financeiro e produtivo. Entende-se que um sistema financeiro bem desenvolvido, dotado capacidade em prover fundos de longo prazo para o investimento, é condição necessária para o desenvolvimento econômico de um país. Na segunda seção deste trabalho, analisam-se as dificuldades inerentes ao desenvolvimento do sistema financeiro e como podem ser ampliadas no caso de uma economia periférica.

Na terceira seção, examina-se a hipótese de que existe uma conexão entre um sistema financeiro deficiente em prover fundos ao investimento e a condição de uma economia periférica. Como analisado por Celso Furtado e Caio Prado Jr¹, a economia brasileira foi formada com o objetivo exterior de prover mercadorias com alto valor comercial para Portugal, permitindo a este obter altos ganhos no contexto do Mercantilismo. Sob esta perspectiva, A economia colonial brasileira foi organizada como uma empresa comercial portuguesa na América do Sul. Por esse motivo, as instituições requeridas para o florescimento do capitalismo moderno, como um sistema financeiro, não se desenvolveram no espaço colonial. Isso porque a colônia era subordinada às instituições europeias, apesar de completamente imersas no processo de acumulação do capitalismo europeu.

O objetivo de existir da colônia era prover recursos para a acumulação de capital europeia. Uma vez estabelecida a atividade exploratória, ela teria de se manter via lucros reinvestidos, o que poderia ser facilmente obtido, uma vez que os custos para aumentar e manter a capacidade produtiva eram relativamente pequenos quando comparados à lucratividade do empreendimento. Ademais, devido à colônia ser voltada ao mercado externo e ter por base o trabalho escravo, o fluxo de renda no espaço colonial era muito baixo, essas condições impossibilitavam o florescimento do mercado interno o que bloqueava a demanda por instituições financeiras. O exclusivo colonial imposto pela lógica de acumulação mercantilista impossibilitava qualquer tipo de diversificação do mercado doméstico.

A pressão por financiamentos, como no caso específico do açúcar, conectava-se à lógica de obtenção de lucro para as potências europeias por meio da exploração colonial. No caso específico do financiamento, Portugal por ainda não possuir um sistema financeiro desenvolvido, segundo os parâmetros da época, dependeu do apoio holandês para implementar a atividade açucareira no Brasil. Nesta configuração econômica, não havia espaço para o desenvolvimento do sistema financeiro no espaço colonial.

¹ Segundo Furtado (1959, p. 5): “A ocupação econômica das terras americanas constitui episódio da expansão comercial da Europa”. E, segundo Caio Prado Jr. (1942, p. 28): “No seu conjunto, e vista no plano mundial e internacional, a colonização dos trópicos toma o aspecto de uma vasta empresa comercial, mais completa que a antiga feitoria, mas sempre com o mesmo caráter que ela, destinada a explorar os recursos naturais de um território virgem em proveito do comércio europeu. É esse o verdadeiro *sentido* da colonização tropical, de que o Brasil é uma das resultantes; e ele explicará os elementos fundamentais, tanto no econômico como no social, da formação e evolução históricas dos trópicos americanos”.

A pressão sobre o sistema financeiro doméstico por mecanismos de financiamento de longo prazo ocorrerá quando da transição da economia brasileira de um modelo primário-exportador para um modelo voltado ao mercado interno, puxado pela industrialização e pela demanda doméstica, em um curto período de tempo. A rapidez com que se deu o processo de industrialização criou uma forte demanda por créditos, a qual o sistema financeiro à época será incapaz de atender. Mecanismos de financiamento foram sendo forjados à medida que avançava o processo de industrialização. Neste contexto, o financiamento inflacionário foi usado como um meio heterodoxo a fim de prover fundos para o investimento em uma economia que tinha como objetivo incorporar as cadeias produtivas em um curto período de tempo de histórico, como será analisado na quarta seção.

Entretanto, como será examinado na quinta seção, a incapacidade de o setor financeiro em atender a demanda por financiamento do investimento continuará mesmo após as reformas financeiras (1964-1967 e 1988) que permitiram um enorme desenvolvimento do setor pela a criação de instituições e instrumentos e financeiros que servissem a todas as modalidades de crédito.

Por fim, pelo que será visto no decorrer deste trabalho, argumentar-se-á nas considerações finais, que o sistema financeiro brasileiro, no decorrer do seu desenvolvimento, tem aprendido a obter lucratividade não apesar das “anomalias” de uma economia periférica, mas sim, por meio delas.

2 – A importância do sistema financeiro para o financiamento do investimento

Já em 1931, John Maynard Keynes, chamava atenção para uma característica fundamental das economias modernas: a separação entre os detentores de ativos reais e dos ativos financeiros, ou seja, entre aqueles que produzem a riqueza real e aqueles que a financiam². Neste contexto, os intermediadores financeiros, como o setor bancário, exercem papel fundamental no financiamento do investimento e do setor produtivo da economia. Sob este ponto de vista, pode-se argumentar que o desenvolvimento de um sistema financeiro capaz de atender a demanda do setor produtivo é fundamental para o desenvolvimento econômico de um país – não se argumenta que um sistema financeiro bem desenvolvido seja condição suficiente para o desenvolvimento econômico, mas sim, condição necessária.

Keynes (1937c), em artigo escrito em 1937, destaca que o empresário teria de obter financiamento de curto prazo que viabilizasse o período de produção do investimento – este é o papel do *finance* – e, também, poder eventualmente consolidar suas posições de curto prazo através de emissões de títulos de longo prazo – este é o papel do *funding*. Essa dupla necessidade de financiamento do

² Segundo Keynes: “*There is a multitude of real assets in the world which constitute our capital wealth – buildings, stock of commodities, goods in course of manufacture and of transport, and so forth. The nominal owners of these assets, however, have not infrequently borrowed money in order to become possessed of them. To a corresponding extent the actual owners of wealth have claims, not on real assets, but on money. A considerable part of this ‘financing’ takes place through the banking system, which interposes its guarantee between its depositors who lend it money, and its customers to whom it loans money, wherewith to finance the purchase of real assets. The interposition of this veil of money between the real asset and the wealth owner is a specially marked characteristic of the modern world.*” (Keynes; 1931, p. 169, grifo nosso)

investimento, no momento em que é realizado, e no alongamento posterior das dívidas contraídas para a sua execução, teria de ser assegurada ao investidor para que o investimento fosse viabilizado:

The entrepreneur when he decides to invest has to be satisfied on two points: firstly, that he can obtain sufficient short-term finance during the period of producing the investment; and secondly, that he can eventually fund his short-term obligations by a long-term issue on satisfactory conditions. Occasionally he may be in a position to use his own resources or to make his long-term issue at once; but this makes no difference to the amount of 'finance' which has to be found by the market as whole, but only to the channel through which it reaches the entrepreneur and to the probability that some part of it may be found by the release of cash on the part of himself or the rest of the public. Thus it is convenient to regard the twofold process as the characteristic one.

Convém ressaltar, que pela visão keynesiana, assim que o investimento é realizado, concomitantemente, do ponto de vista agregado, criam-se as poupanças respectivas ao investimento realizado. O gasto do investimento geram rendas que originam as poupanças. No entanto, nada garante que estas serão alocadas no financiamento do investimento produtivo em caráter de longo prazo. Dados os riscos envolvidos no financiamento de longo prazo, as poupanças tendem a ser destinadas a outros fins, colocando em xeque a continuidade do processo de investimento e o alongamento dos prazos.

Um sistema financeiro bem desenvolvido, ao prover o *finance* e o *funding*, libera o investidor da necessidade recursos próprios e permite a ampliação em grande escala das taxas de investimento³. Gurley e Shaw (1955), tendo como perspectiva a importância do investimento para o desenvolvimento econômico, ressaltam a necessidade de haver um arcabouço institucional e uma gama de instrumentos financeiros capazes de atender a demanda por financiamento para além dos recursos próprios, seja por meio do mercado de capitais, seja por meio do mercado de crédito bancário.

Pelos riscos envolvidos, a capacidade de o sistema financeiro nacional prover o financiamento de longo prazo pode representar um desafio independente do grau de desenvolvimento da economia em questão – central ou periférica. Além daqueles inerentes a um empréstimo de longo prazo, o prestamista defronta-se também com os riscos atrelados às vicissitudes do mercado externo. Nesse sentido, o modo como se desenvolve a estrutura financeira doméstica das economias nacionais é fundamental para a maneira como ocorrerá a absorção e o gerenciamento dos choques externos. Sobre este ponto, Zysman, (1983, p. 56) destaca: “(...) *international financial developments that put common pressures on all countries have distinct national consequences that depend on the structure of national financial system*”.

No caso do *funding*, a relação entre o setor bancário, prestamista, e o mutuário é de longo prazo, o primeiro ao conceder empréstimos se submete a várias modalidades de riscos – como o risco de taxa de juros e o risco de liquidez – por esses motivos, ele procurará interferir nos negócios do segundo, em busca de preservar a rentabilidade do montante alocado na forma de financiamento. Zysman (1983, p. 62-63) ressalta esses aspectos da relação entre prestamista e mutuário na seguinte passagem:

Long-term borrowing, however, is quite different from a short-term loan relationship. For the borrower it means a long-term relationship with an institution that undoubtedly will want to

³ O financiamento do investimento foi amplamente analisado na literatura, alguns trabalhos como Gurley e Shaw (1955), Shaw (1973), McKinnon (1973), Minsky (1976), Zysman (1983) se destacam por sua relevância no debate.

interfere in his business as a condition form permitting the continued use of its money. For the bank as well, the problems of long-term lending are qualitatively different. Any loan is a gamble on the future solvency of the client, but a long-term loan involves a new kind of risk. Obviously, a long-term loan on the business of the client cannot in reality be secured by any physical assets. Moreover, a bank gets the bulk of money it uses from funds deposited for a short term at the going interest rate. If it lends a firm money for five years, during that period, the depositors may withdraw their funds at which point the bank's reserves drop and it must reduce its loans: in an extreme case it might not be able to pay claims presented to it. Another, potentially more serious problem may occur should interest rates change in unexpected ways. If the short-term rates go down and the bank has lent long, its margin of profit increases, but if the rates go up, its profit margins are cut or it loses money. To encourage the transformation of short-term savings into long-term lending, governments have often absorbed part of this risk of interest rate fluctuation.

Os fundos concedidos para o *funding* podem advir de dois canais de financiamento principais:

via mercado de capitais, pela emissão de títulos ou participações na empresa, ou via empréstimo bancário. Ou seja, para a obtenção de fundos de longo prazo é necessário ou um mercado de capitais, ou um mercado de empréstimos bem desenvolvido. Por razões históricas e políticas, algumas economias desenvolveram seu sistema financeiro em um ou em outro sentido. O financiamento de longo prazo majoritário via mercado de capitais é característico das economias anglo-saxônicas, britânica e norte-americana.

Segundo Zysman (1983, p. 63), economias que têm como fundamento o empréstimo bancário para financiamentos de curto e longo prazo tendem ser aquelas que se desenvolveram mais tardiamente e por isso tiveram de crescer mais rapidamente para alcançar as pioneiras:

Companies tend to turn to bank financing when the growth rates they choose to pursue exceed the capital they can obtain from retained earnings and securities issues. This is why credit-based systems tend to be tied to late and rapid growth; investigation will show that in late-developing countries the state has helped to organize the provision of financial resources.

Os sistemas financeiros, mesmo aqueles fundamentos na mesma via financiamento de longo prazo – via crédito bancário ou mercado de capitais - teriam configurações domésticas distintas, cujas instituições teriam se desenvolvido em resposta às condições históricas, políticas e econômicas enfrentadas por cada nação para que atingissem o desenvolvimento industrial e financeiro. Portanto, uma configuração do sistema financeiro que permitiu o desenvolvimento industrial de uma determinada nação não necessariamente adéqua-se às condições domésticas enfrentadas por uma outra economia.

O estabelecimento de um sistema financeiro capaz de prover financiamento de longo prazo em uma economia periférica enfrenta ainda dois desafios importantes: a convivência com inflação alta e a restrição externa – crises cambiais e de balanço de pagamentos. Muitas vezes, as medidas utilizadas para enfrentar esses problemas macroeconômicos têm como consequência dificultar o desenvolvimento de mercados para instrumentos financeiros de prazos mais longos. Exemplo desse *trade off* de políticas é a taxa de juros: elevá-la para conter a inflação e atrair capitais externos coloca um piso para a taxa de juros de curto prazo que impossibilita que a taxa para empréstimos mais longos (mais arriscados) seja menor do que a rentabilidade esperada do investimento, ou segundo Keynes, do que a eficiência marginal do

capital. A manutenção da taxa de juros em patamares elevados é justificada pela visão tradicional⁴ porque levaria ao aumento dos níveis da poupança agregada e, por consequência, do investimento.

No entanto, do ponto de vista keynesiano, em que a poupança é um resíduo, a elevação demasiada da taxa de juros acima da rentabilidade esperada do capital colocaria entraves ao investimento. As restrições de fundos ao investimento não seriam consequências de “insuficiência de poupança”⁵, mas sim da disponibilidade de liquidez e da forma como as poupanças geradas pelo investimento são alocadas. Como explica Tavares (1972, p. 235), a acumulação financeira é basicamente dada pela capitalização de rendas de um direito de propriedade. E isso não necessariamente depende que excedentes econômicos na esfera real sejam criados, pode ocorrer pela redistribuição da posição patrimonial das diferentes unidades econômicas. Um problema fundamental da economia brasileira, destacado pela autora, é que não há a reconversão do capital financeiro em capital produtivo, pois o capital financeiro pode destinar os recursos no financiamento do consumo privado ou público e não na capacidade produtiva. Isso valoriza o capital financeiro, mas não o produtivo.

Outro ponto que permeia a relação entre o capital produtivo e o capital financeiro que deve ser levado em consideração é a ligação entre poupança e investimento. Não há garantias dentro do sistema econômico que os recursos das unidades econômicas superavitárias sejam destinados às empresas para aumento da capacidade produtiva. O investimento, para existir, depende de fatores que não se vinculam apenas ao autofinanciamento ou à disponibilidade de crédito, “mas, sobretudo, das relações existentes no mercado entre a estrutura da taxa de lucro e de juros e da rentabilidade esperada de novos investimentos (expectativas de rentabilidade e risco)” (TAVARES, 1972, p. 236). Grandes divergências entre a taxa de lucro empresarial e a taxa de rentabilidade dos títulos financeiros podem causar graves perturbações no mercado e levar a crises financeiras, por descolar a rentabilidade do setor financeiro daquela do setor produtivo.

Da perspectiva da concorrência dos instrumentos financeiros disponíveis no mercado, é necessário que os ativos de longo prazo sejam atraentes, de modo que a relação retorno risco seja compensadora aos detentores de riqueza. A gestão da política monetária e da dívida pública, portanto, deveriam manter um piso de taxa de juros dos títulos de curto prazo condizente com uma curva de rentabilidade que garantisse uma maior rentabilidade dos instrumentos financeiros de prazos mais longos vis-à-vis os mais curtos, a fim de estimular o desenvolvimento de um mercado de títulos de longo prazo (HERMANN, 2003, p. 243-244).

⁴ Segundo a abordagem tradicional, a taxa de juros equilibra a oferta de empréstimos, ou os fundos emprestáveis, com a demanda por empréstimos. Tal oferta poderia facilmente ser substituída pela compreensão clássica do que seria a poupança agregada e a demanda por empréstimos pelo investimento agregado. A taxa de juros de equilíbrio seria aquela que igualaria a oferta e a demanda por empréstimos ou a poupança e o investimento agregados, ambas as variáveis definidas simultaneamente. Esta dedução clássica se apoia no fato de que a renda real, ou o nível de produto, é definida no mercado de trabalho e é dada neste modelo. Uma vez definida a renda, o indivíduo define quanto gastar e quanto poupar, conforme a taxa de juros. Neste modelo, a taxa de juros determina o nível de poupança, ela é um prêmio concedido ao ato de poupar. O investimento depende da poupança prévia para ocorrer e os bancos exercem simplesmente o papel de intermediadores financeiros, captando poupanças e alocando-as para aqueles que desejam investir na forma de empréstimo.

⁵ Sobre a visão tradicional acerca dos problemas de financiamento de longo prazo ver o modelo de E. Shaw (1973) e R. McKinnon (1973).

3 – Os desafios para o desenvolvimento do sistema financeiro em uma economia periférica: o caso do Brasil

O desenvolvimento de um sistema financeiro capaz de atender as demandas geradas pelo investimento em uma economia periférica pode ser ainda muito mais desafiador. Isso se deve à forma como ocorreu sua inserção no cenário econômico e político internacional. No caso do Brasil, esta inserção atravessará por três períodos principais: o colonial; o primário-exportador; e o de economia industrializada subdesenvolvida, cujas repercussões para o desenvolvimento do enlace entre o sistema financeiro nacional e o desenvolvimento industrial serão brevemente analisadas abaixo. Como o objetivo do presente trabalho é buscar compreender a relação entre o desenvolvimento do sistema financeiro e sua relação com o investimento, em alguns momentos, será necessário tecer considerações sobre os motivos que entorpeceram o desenvolvimento produtivo no Brasil. A própria ausência de demanda por créditos pelo sistema produtivo pode ser compreendida como a razão fundamental para que até o início do século XX, ambos setores não tenham se desenvolvido *pari passu*.

3.1 – Os entraves ao desenvolvimento econômico-financeiro em uma economia colonial

Em um primeiro momento, em sua fase colonial, a economia brasileira se insere internacionalmente, conforme analisado por Caio Prado Jr. (1942), fundamentalmente, com o objetivo exterior de servir a metrópole. No contexto do mercantilismo, a expansão colonial, iniciada em fins do século XV, tinha como objetivo fundamental prover a Europa de produtos com alto valor comercial. Visando suprir as necessidades de lucro mercantis portuguesas, o Brasil foi colonizado na forma de uma “vasta empresa colonial”⁶, sendo uma extensão das possessões metropolitanas nas Américas. Por isso, as instituições necessárias ao desenvolvimento do capitalismo moderno iam se desenvolvendo em algumas nações europeias, como o sistema financeiro, o mesmo não ocorria e não poderia ocorrer no espaço colonial, uma vez que a acumulação colonial estava subordinada aos comandos europeus. Apesar de a colônia estar completamente inserida no processo de acumulação primitiva que levaria mais tarde ao capitalismo moderno na Europa, sua posição, como uma “empresa comercial” exclusiva, impede-a de desenvolver as instituições tipicamente modernas.

As exigências iniciais de financiamento diziam respeito às necessidades do próprio comércio internacional e, em um primeiro momento, foram resolvidas pelos holandeses que, segundo os padrões da época, já detinham um sistema financeiro desenvolvido. Uma vez realizados os investimentos, não havia pressão de demanda por crédito sobre sistema financeiro metropolitano ou, em último caso, colonial, para que houvesse continuidade do investimento. Uma “empresa comercial” bem sucedida é aquela capaz de gerar excedentes e lucros. A atividade teria de se perpetuar por meio de lucros reinvestidos, o que foi facilmente conseguido até meados do século XVII, pois os custos de ampliação e manutenção da

⁶ Caio Prado Jr. (1942, p. 28).

capacidade produtiva eram relativamente pequenos quando comparado à alta lucratividade do investimento colonial⁷.

Não havia sequer em solo uma classe de comerciantes na colônia, uma vez que o grande comércio era monopólio da Metrópole e dependia das suas relações econômico-financeiras com seus parceiros europeus. Apenas forma-se uma classe agrícola, cujos interesses, especialmente no período de produção do açúcar no Brasil, pouco destoam dos objetivos europeus em relação à colônia. As fricções entre os interesses locais e exteriores ocorreram a partir do momento em que Portugal se configuraria como um entreposto comercial, o que levava o encarecimento dos produtos importados e exportados no comércio colonial, e não por razões de cunho ideológico sobre como se daria o desenvolvimento da colônia. No início do século XIX, com o empobrecimento colonial e a aliança entre Portugal e Inglaterra, a condição de Portugal como um entreposto oneroso fica mais evidente (FURTADO, 1959, P. 95).

Mesmo quando ocorre a mudança da inserção econômica e política internacional do Brasil em 1808, com a vinda da família real portuguesa e abertura dos portos, a organização da economia doméstica demoraria ainda mais de um século para romper com seu passado e apoiar o seu crescimento majoritariamente na demanda interna em detrimento da externa. Segundo Celso Furtado, uma pré-condição para o desenvolvimento do mercado interno seria a existência de um fluxo de renda permanente que permitisse a existência de encadeamentos do sistema produtivo doméstico e a ação do multiplicador keynesiano. O uso da mão de obra escrava ao restringir as possibilidades de consumo dos trabalhadores impedia o desenvolvimento deste fluxo. Portanto, com a incorporação do trabalho livre e/ou assalariado na economia brasileira, potencialmente, o mercado doméstico poderia se desenvolver. Do mesmo modo, pode se argumentar que a própria escassez de moeda em circulação e a fraca dinâmica do mercado interno teriam contribuído para o atraso do desenvolvimento financeiro da antiga colônia.

Como o objetivo do presente trabalho é compreender o enlace entre os setores industrial e financeiro no Brasil, faz-se necessário analisar os motivos que levaram ao bloqueio do processo de industrialização no Brasil em sua fase colonial. Em *Formação Econômica do Brasil*, Celso Furtado (1959, p. 100) se debruça sobre o que teria impedido o desenvolvimento industrial da antiga colônia portuguesa nessa época, ainda mais quando outra ex-colônia, não muito distante do Brasil, conseguia alcançar este grande feito, os Estados Unidos. Contrapondo-se à visão de que se o Brasil tivesse tido liberdade de ação para implementar uma política protecionista⁸, como ocorrido nos Estados Unidos, teria também se industrializado:

⁷ Sobre a capacidade de autofinanciamento da indústria açucareira, Furtado (1959, p. 45) destaca o seguinte: “Os dados a que se faz referência no parágrafo anterior sugerem que a indústria açucareira era suficientemente rentável para autofinanciar uma duplicação de sua capacidade produtiva cada dois anos”.

⁸ Celso Furtado dialoga com a hipótese de Roberto Simonsen, desenvolvida em *História Econômica do Brasil*, de que os tratados estabelecidos em 1810 e 1827 impediram o Brasil de adotar uma política protecionista, por baratear os produtos importados ingleses: “Tínhamos que abraçar, àquele tempo, política semelhante à que a nação norte-americana seguiu no período de sua formação econômica. Produtores de artigos coloniais fechados por políticas coloniais, tornamo-nos, no entanto, campeões de um liberalismo econômico na América” (SIMONSEN, R.; 1957, p. 406 *apud* FURTADO, 1959, p. 100).

A suposição de que estaria ao alcance do Brasil – na hipótese de total liberdade de ação – adotar uma política idêntica a dos EUA, nessa primeira fase do século XIX, não resiste a uma análise detida dos fatos. Esse problema encerra particular interesse e pode sintetizar numa pergunta que muitos homens de pensamento se têm feito no Brasil: por que se industrializaram os EUA no século XIX, emparelhando-se com as nações europeias, enquanto o Brasil evoluía no sentido de transformar-se numa vasta região subdesenvolvida?

A importância de compreender as origens da industrialização para a argumentação aqui presente advém do fato de se entender que o desenvolvimento do sistema financeiro, no sentido de garantir o financiamento do investimento, depende, em parte, da demanda colocada pelo setor industrial. Não se argumenta que o sistema financeiro não possa se desenvolver sem o setor industrial, mas sim que este pode direcionar o seu desenvolvimento. Historicamente, a ascensão do sistema financeiro norte-americano ocorre paralelamente a do setor industrial, esta coincidência permite que ambos alimentem o desenvolvimento de cada setor mutuamente.

3.1.1 – A singularidade das colônias norte-americanas

Nesse sentido, uma breve digressão sobre os Estados Unidos faz-se necessária para melhor compreender a especificidade da formação econômica do Brasil. Pelas análises de Caio Prado (1942) e de Celso Furtado (1959), a localização geográfica dos Estados Unidos, em terras temperadas, contribuiu decisivamente para a sua formação nacional. Não está com isso se aproximando das teorias que pregam a inferioridade de clima e de “raça”, mas construindo uma ponte entre o clima e o sentido econômico da exploração. Diferentemente das áreas localizadas em clima tropical, nessa região não havia como montar uma “empresa agrícola”. Os produtos agrícolas que poderiam ser lá produzidos eram potencialmente concorrentes com os europeus. Desse modo, as colônias temperadas ficaram abandonadas por mais de um século e também não foram objetos de disputa entre as nações europeias. A colonização ocorre somente no século XVII, por um fluxo migratório espontâneo de pessoas que queriam reconstruir na América um passado bucólico perdido na Europa em consequência das guerras de formação dos Estados Nacionais, conflitos religiosos e início da produção de tecidos em maior escala, a qual levou ao cercamento dos campos ingleses para que servissem de pastos aos carneiros que forneciam a principal matéria prima às tecelagens antes da difusão do algodão: a lã.

Nos quadros do mercantilismo, buscando uma viabilidade econômica para a colônia, descartada a opção da empresa agrícola, a Inglaterra incentivará indústrias produtoras de artigos que diminuam a sua dependência de importações fora do império colonial, mas que não fossem concorrentes com a sua produção doméstica. Como exemplo, a Inglaterra buscou limitar na colônia a produção de aço, mas fomentou a produção de ferro, reduzindo assim as importações dos Bálticos (Furtado, 1959, p. 102). Segundo Clark (1916, p. 30), apesar de algumas políticas inglesas terem atuado no sentido de limitar algumas indústrias coloniais, as colônias se beneficiaram de algumas vantagens das inter-relações do império colonial inglês:

If commercial and political influence of England repressed some colonial industries, more perhaps by general disapproval than by specific prohibitions, this was counterbalanced, in part at least, by certain advantages which the colonies derived from the imperial connection. They had

approximate free trade among themselves and with the British West Indies, which assured the manufacturers of New England and the central colonies an open market in the plantation provinces. Balancing advantage against disadvantage, their manufactures seem not to have been retarded or furthered decidedly by subordination to the British Government.

Furtado (1959, p. 27 – 31) ressalta que o longo período em que a Inglaterra esteve envolvida em guerras durante o século XVII – a guerra civil inglesa e contra a França – impediu-a de suprir as colônias antilhanas de gêneros alimentícios. Nesse contexto, as colônias setentrionais tiveram oportunidade de escoar seus excedentes trigos às ricas colônias açucareiras, além de madeiras e animais de tiro. O comércio transcorria em navios produzidos na Nova Inglaterra o que fomentou a indústria naval nesta região. Esse avanço ainda foi beneficiado pela legislação protecionista naval inglesa que excluiu os holandeses do comércio das colônias em fins do século. Como destaca Furtado (1959, p. 29), isso permitiu que surgisse um modo de organização econômica na América similar ao europeu:

(...) surgia uma economia similar à da Europa contemporânea, isto é, dirigida de dentro para fora, produzindo principalmente para o mercado interno, sem uma separação fundamental entre as atividades produtivas destinadas à exportação e aquelas ligadas ao mercado interno. Uma economia deste tipo estava em flagrante contradição com princípios da política colonial e somente graças a um conjunto de circunstâncias favoráveis pôde desenvolver-se.

A organização se dava em pequenas propriedades de terras, em grande medida, autossuficientes. Buscavam desde cedo produzir, fossem gêneros agrícolas, fossem manufaturas, os artigos que dos quais necessitavam reduzindo as importações. Como evidência deste aspecto, Furtado (1959, p. 102) cita a lei que passou em 1655 em Massachusetts, a qual obrigava as famílias a produzirem os tecidos dos quais necessitavam. A renda estava menos concentrada, em relação às colônias tropicais, e o consumo se distribuía de forma mais equitativa entre a população, não se reduzindo apenas ao consumo de bens de luxo importados pelos “empresários agrícolas” das colônias açucareiras, ou seja, havia um intenso fluxo de renda que propiciava o desenvolvimento do mercado interno.

Com o desenvolvimento econômico da colônia, os interesses dos grupos dominantes comerciais e agrícolas da Nova Inglaterra passaram a se dissociar aos da metrópole, que se inicia quando a Inglaterra tenta romper os acordos comerciais estabelecidos entre as colônias setentrionais e as Antilhas francesas. Os conflitos entre a colônia e a metrópole levaram a primeira a declarar independência em 1776. Durante o período da guerra de independência (1776 – 1883), as relações comerciais entre ambas foram cortadas o que fortaleceu a indústria doméstica da antiga colônia, a qual “já dispunha de bases para expandir-se” (FURTADO, 1959, p. 102). Com os conflitos que sucederam na Europa e nas colônias, devido à Revolução Francesa e as guerras napoleônicas, em fins do século XVIII e início do século XIX, agora já como uma nação independente, os Estados Unidos da América, novamente se beneficiaram do comércio interamericano comercializando com as Antilhas francesas e inglesas, detendo uma posição privilegiada por serem “a única potência neutra que detinha uma frota mercante” (FURTADO, 1959, p. 102)⁹.

⁹ Furtado (1959, p. 102) assinala para o seguinte fato: “Para que se tenha ideia dessa prosperidade, basta ter em conta que de 1789 a 1810 a frota mercante norte-americana cresceu de 202 mil para 1.425.000 toneladas, e que todos esses barcos eram construídos no país.”

Além dos aspectos assinalados, Furtado ressalta que a exportação de algodão desempenhou um papel fundamental para que os Estados Unidos obtivessem um papel de vanguarda na Revolução Industrial, praticamente desde o seu início. Se na primeira fase da Revolução Industrial coube a Inglaterra implementar o processo de mecanização da indústria têxtil, foram os Estados Unidos que permitiram a ampliação da oferta de algodão e a transformação das características dos tecidos utilizados no mundo inteiro. Ainda segundo Furtado, os baixos preços dos tecidos ingleses permitidos pela ampliação da produção de algodão deram-lhe vantagens na concorrência com as manufaturas locais de base artesanal substituindo a demanda destes pelos ingleses, os quais se espalharam por todo o mundo. Nesse contexto, Furtado (1959, p. 104) ressalta que: “O algodão, que chegou a representar mais da metade do valor das exportações para os EUA, constitui o principal fator dinâmico do desenvolvimento da economia norte-americana na primeira metade do século XIX.”

3.1.2 – As possibilidades de desenvolvimento financeiro nas antigas colônias americanas portuguesa x inglesa

Quais eram as condições de a Economia Brasileira incorporar as técnicas de manufaturas existentes na Europa durante o século XVIII e as inovações da Revolução Industrial no século XIX? Celso Furtado considera como fator importante para o atraso no desenvolvimento das forças produtivas e do mercado interno, o fato de a economia brasileira ter se organizado pelo uso da mão de obra escrava. Isso impedia o desenvolvimento de um mercado consumidor e, também, de um fluxo de renda interno facilitador do comércio. Na história da colônia, apenas durante o período da mineração, teria havido um intenso fluxo monetário doméstico e a formação de um incipiente mercado consumidor. Isso seria decorrente das longas distâncias dos portos das áreas mineradoras e também do fato de a renda ser menos concentrada – a maior parte da mão de obra era livre – dificultando as importações, especialmente de bens de luxo, como teria sido gasta grande parte da renda gerada para economia açucareira.

Com a dificuldade de importar e a necessidade de buscar suprimentos no mercado doméstico, por que não ocorreu no Brasil o desenvolvimento de manufaturas de grau inferior que viabilizasse, após o período da mineração, a formação de uma atividade econômica permanente?

Segundo Furtado (1959, p. 79), um dos impedimentos da industrialização no Brasil nesse período, teria sido a falta de conhecimento técnico dos colonos portugueses. Se Portugal não era industrializado, como poderia ser a colônia portuguesa? Este ainda seria um ponto a favor dos Estados Unidos para a sua precoce industrialização. Ampliando a hipótese furtadiana para a questão do desenvolvimento financeiro, pergunta-se: como poderia a colônia portuguesa se desenvolver financeiramente, se o primeiro banco do império português foi fundado na própria colônia sul-americana, na condição de Reino Unido, em 1808? Portugal teria seu primeiro banco em solo europeu, o Banco de

Lisboa, apenas em 1821¹⁰. Ademais, o fato de Portugal necessitar de apoio financeiro de outras potências europeias, em um primeiro momento dos holandeses e, mais tarde, dos britânicos, evidencia a debilidade do desenvolvimento do sistema financeiro português em relação aos seus concorrentes europeus.

Alexander Hamilton, primeiro secretário de Tesouro norte-americano, procurando solucionar os problemas econômicos que abateram a nova nação após a guerra contra a Inglaterra – como o aumento da dívida privada, da inflação, e, subsequente, enfraquecimento da moeda nacional, além do enfraquecimento do comércio e do crescimento econômico – buscará na história e na estrutura financeira de outros países, principalmente França e Inglaterra, ideias para se construir uma nação. No entanto:

*Although Hamilton culled valuable information about public finance from the writings of French Minister of Finance Jacques Necker, it was **England** — **America's recently defeated colonial overlord** — that provided Hamilton with sound foundations for creating a viable economic system. Hamilton consulted the works of philosophers David Hume and Adam Smith. In addition, England's use of public debt interested Hamilton because this type of funding, which had helped to build England's military might and pay for its wars, accounted, at least in part, for that country's prosperity and had enabled the British to build an empire (FEDERAL RESERVE BANK OF PHILADELPHIA, 2009, p. 1).*

Ou seja, a inspiração de um dos “*founding fathers*” para construir uma arquitetura financeira para a nova nação viria da antiga metrópole colonial, a Inglaterra. Nesse contexto, Hamilton lutou para implementar um sistema de dívida pública e fundar o primeiro banco nacional dos Estados Unidos, indo de encontro àqueles, como Thomas Jefferson, que vislumbravam que a nação se formasse sobre bases agrárias e que temiam a possibilidade de um banco nacional diminuir a autonomia financeira dos estados. Nesse contexto, fundou-se o primeiro banco nacional dos Estados Unidos em 1791, o que permitiu uma melhor gestão da dívida pública norte-americana e, conseqüentemente, o desenvolvimento econômico.

Ademais, Furtado (1959, p. 104-105) destaca que a política financeira do governo central concebida por Alexander Hamilton permitiu a construção de uma infraestrutura econômica que gerisse a dívida pública por meio de emissão de títulos federais e estaduais, desse modo os déficits comerciais com a Inglaterra no início do século XIX não pesaram sobre o câmbio, pois foram transformados em dívidas de prazos maiores. Mantendo o câmbio estável, estabilizou-se uma corrente de capitais que seria fundamental para o desenvolvimento do país. Todos esses fatores em seu conjunto levaram ao desenvolvimento industrial da antiga colônia precocemente. Em fins do século XVIII, antes de se adotarem as medidas protecionistas, já estavam postas as bases que levariam ao desenvolvimento espantoso da antiga colônia durante o século XIX. No decorrer deste século, paralelamente ao desenvolvimento das forças produtivas norte-americana, ocorreu o desenvolvimento do sistema financeiro.

¹⁰ Segundo Mendonça (2011, p. 2): “A organização bancária, no sentido moderno, em Portugal teve início em 1821, com a criação do Banco de Lisboa. Em 1835, começa a funcionar o Banco Comercial do Porto, que passa também a partilhar com o Banco de Lisboa, a função comercial e também de banco emissor. Pouco se sabe ainda sobre estas primeiras instituições financeiras. Elas evoluíram e transformaram-se, mas pouco ainda se conhece sobre as suas ramificações pelo território”.

De fins do século XVIII até a segunda metade do século XIX, período de difusão das técnicas da Revolução Industrial, a economia brasileira provavelmente passou pelo seu maior período de depressão econômica da etapa colonial¹¹. Mesmo que houvesse interesses nacionais ligados à industrialização, o que não era o caso¹², para desenvolvê-la seria necessário um afluxo de moeda estrangeira, capaz de conter as crises pelas quais passou a economia brasileira no período. O estancamento de importações, o elevado coeficiente de importação característico de uma economia primário-exportadora, a impossibilidade de se elevar as tarifas de importação¹³ impuseram sucessivas crises de balanço de pagamentos à economia brasileira no período. O gerenciamento da crise via emissão de papel moeda e a desvalorização cambial pesavam sobre os preços, o que prejudicava especialmente as classes urbanas, mais dependentes de importações, entorpecendo as possibilidades de desenvolvimento industrial.

As recorrentes crises externas sofridas pela economia brasileira durante todo o século XIX e início do século XX, impactaram na capacidade da antiga colônia em consolidar o desenvolvimento de um sistema monetário-financeiro necessário para o desenvolvimento das forças produtivas. Sob este ponto de vista, pode-se argumentar que existe uma relação de causa e efeito entre o desenvolvimento do sistema financeiro e o impacto exercido pelos choques externos: o gerenciamento das crises externas depende da estrutura financeira doméstica, conforme argumentado na primeira seção, mas a capacidade desta estrutura se desenvolver pode ser limitada pela profundidade dos choques que a atingem.

3.2 – Os dilemas de uma economia primário-exportadora organizada pelo trabalho assalariado

A difusão do trabalho livre pela economia brasileira a partir da segunda metade do século XIX, apesar de permitir um maior fluxo de renda interna, colocou novos desafios para o funcionamento da economia primário-exportadora. Os cepalinos, dentre eles Celso Furtado, buscando compreender as especificidades estruturais das economias periféricas, questionaram-se sobre o porquê de as crises externas serem um evento dentro normalidade do funcionamento dessas economias mesmo quando seguiam as orientações teóricas que embasavam o padrão-ouro¹⁴.

Segundo a lógica do padrão ouro, quando uma economia incorria de déficits externos, ela experimentava uma saída de ouro. Como um fundamento do padrão era de que a moeda em circulação deveria manter lastro em reservas de ouro, logo esse movimento seria acompanhado de uma contração dos meios pagamentos nessa economia. Pela teoria quantitativa da moeda, isso levaria a uma queda dos preços domésticos, o que fazia aumentar o volume exportado, reequilibrando o balanço de pagamentos

¹¹ Segundo Furtado (1959, p. 109): “(...) é provável que a renda per capita por essa época haja sido mais baixa do que em qualquer período da colônia, se considerarmos em conjunto as várias regiões do país”.

¹² Como visto anteriormente, a classe de grandes agricultores que passará a governar o país a partir de 1831, não tinha interesses ideologicamente distintos dos europeus para o sentido do desenvolvimento da antiga colônia portuguesa.

¹³ Os tratados de 1810 assinados após a abertura dos portos, com o principal mercado importador do Brasil, a Inglaterra, limitavam a capacidade do governo brasileiro de elevar as tarifas sobre as importações. Esses tratados vigoraram até 1842, quando não foram renovados. Sobre este ponto, ver Furtado (1959, cap. XVII)

¹⁴ Esta seção apoia-se como referência bibliográfica em Furtado (1959, cap. XXVII).

automaticamente, sem afetar a taxa de câmbio nominal, a qual se mantinha fixa em ouro e na libra-esterlina.

No entanto, as economias periféricas não conseguiam conter a desvalorização nominal do câmbio, mesmo realizando uma política monetária fortemente contracionista. Na crise, não se assistia a uma queda dos preços domésticos que estimulasse as exportações, mas sim inflação. A explicação deste fato seria dada por meio de uma comparação entre a estrutura de mercado de uma economia industrial e de uma primário-exportadora. A primeira apresentava um mercado interno bem desenvolvido e era pouco dependente de produtos importados. Na crise, a contenção de importação não significava uma redução do consumo da população, o mercado interno provia os produtos essenciais, facilitando sua redução. Além disso, esses países eram emprestadores internacionais e nos momentos de crise, continuavam recebendo fluxos externos pela balança de rendas. Isso ajudava a reequilibrar o balanço de pagamento que não contava apenas com o aumento das exportações para evitar a desvalorização nominal do câmbio.

Quanto às economias primário-exportadoras, como o Brasil, a tese defendida pela Cepal tem como ponto de partida a compreensão de que a inserção comercial externa, apoiada em exportações de um único produto, e a dependência de produtos importados para abastecer o mercado doméstico estariam por trás das constantes crises de balanço de pagamento sofridas. Com a melhora das relações de trocas externas, o aumento das exportações levaria a um incremento da renda doméstica e, pelo efeito multiplicador keynesiano em uma economia de trabalho assalariado, isso geraria demanda por produtos importados acima da capacidade de exportação da economia, pressionando continuamente o balanço de pagamentos. Além disso, os autores defendiam que os produtos primários exportados pelas economias periféricas tinham a característica de ser renda-inelástica, ou seja, as exportações desses países não cresciam proporcionalmente ao aumento da renda internacional, já os produtos que importavam, industrializados seriam elásticos em relação à renda, o que também ajudava por pressionar o câmbio. Ademais, como as economias periféricas eram devedoras externas, durante a crise, a pressão para desvalorizar o câmbio não provinha somente do comércio internacional, mas também da pressão exercida pela balança de rendas, tradicionalmente negativa.

Normalmente, a crise na economia primário-exportadora era deflagrada por uma queda do preço do produto exportação no mercado externo. No caso do Brasil de fins do século XIX e início do século XX, pela queda do preço do café no mercado internacional. Como se tratava de um produto cuja demanda era preço-inelástica, normalmente a queda do preço era decorrência de um excesso de oferta. Visando à conversibilidade da moeda, a reação do governo nacional, especialmente o imperial, era restringir a oferta de meios de pagamento na economia. Só que esta política, que deveria servir para baixar os preços dos produtos exportados e elevar as exportações, não obtinha os resultados desejados. Pois não era possível aumentar as exportações de um produto, que era único na economia primário-exportadora, cuja demanda era inelástica ao preço. Como a economia brasileira era muito dependente de

produtos importados, a redução das importações significava abrir mão de produtos de consumo essenciais e a população resistia a diminuir a demanda por esses produtos o que pressionava ainda mais o câmbio. A queda nas importações só se realizava com a desvalorização cambial. Isso ocasionava uma queda da arrecadação, uma vez que o principal imposto do governo era sobre produtos importados, então o governo era obrigado a emitir papel moeda o que pressionava ainda mais o aumento de preços, levando a novas desvalorizações cambiais. A crise só era resolvida com a obtenção de empréstimos externos e como herança deixava o aumento do endividamento orçamentário e externo, além da perda de poder compra dos salários que não eram reajustados após os picos inflacionários. Em um contexto de constantes crises externas acompanhadas de crises domésticas, cuja maneira de gerir a crise implica a restrição dos meios de pagamento da economia, não havia espaço para o desenvolvimento do sistema financeiro.

3.2.1 – A reforma bancário-financeiro na República Velha e o Encilhamento

A primeira grande reforma no sistema financeiro durante o período imperial, Furtado (1959, pp. 170-171) argumenta que a busca pela conversibilidade externa da moeda impunha forte restrição monetário na economia pós-colonial¹⁵. A reforma bancário-financeira foi implementada com o advento da República, na expectativa de modernizar a antiga economia agrário-escravista e promover as bases para o desenvolvimento industrial. Ela promoveu uma mudança profunda na institucionalidade do mercado financeiro existente. Até a última década do século XIX, conforme ressalta Haber (1991, p. 569), *“institutions designed to mobilize impersonal sources of capital were largely absent in Brazil”*. Havia bolsa de valores no Rio de Janeiro, fundada no início do século, mas entre 1850 e 1885 só havia uma empresa de manufaturas listada¹⁶. Quanto ao setor bancário, conforme destaca o mesmo autor: *“(…) formal banks were so scarce as to be virtually nonexistent”*. Em 1888, havia 26 bancos no Brasil, presentes em apenas 7 estados, dos 20 que havia na época, e metade dos depósitos estavam situados em bancos presentes no Rio de Janeiro¹⁷.

Pela reforma, houve desregulamentação da atividade bancária. Basicamente, aos bancos comerciais foi permitido engajar em qualquer atividade financeira que desejassem¹⁸ e permitiu que os bancos regionais emitissem moeda¹⁹, subvertendo completamente a lógica da forte regulação existente sobre o setor até o momento.

A consequência da reforma foi a expansão do número de bancos no país, os quais passaram a comprar títulos de empresas na bolsa do Rio de Janeiro. Haber (1959, p. 570) destaca que no primeiro ano

¹⁵ A política monetária do governo imperial nos anos oitenta, traumatizada pela miragem da "conversibilidade", por um lado conduziu a um grande aumento da dívida externa [pelo mecanismo explicado na seção anterior] e por outro manteve o sistema econômico em regime de permanente escassez de meios de pagamento. Entre 1880 e 1889, a quantidade de papel-moeda em circulação diminuiu de 216 para 197 mil contos, enquanto o valor do comércio exterior (importações + exportações) cresceu de 411 para 477 mil contos.

¹⁶ Haber (1991, p. 569)

¹⁷ Haber (1991, p. 569)

¹⁸ Haber (1991, p. 570)

¹⁹ Furtado (1959, p. 171)

do Encilhamento²⁰, houve quase a mesma quantia de negócio na bolsa dos 60 anos anteriores²¹. Ocorreu um salto de 13 bancos em 1888, para 39 em 1894, listados na bolsa do Rio de Janeiro²². Apesar da existência de muitos bancos ter sido de curta duração, não sobrevivendo à crise especulativa, durante o período que operaram promoveram a expansão do crédito, especialmente, para a indústria têxtil²³.

Ademais o número de empresas manufatureiras em bolsa também cresceu significativamente. Apesar de a crise do Encilhamento, em 1892, ter levado à falência os bancos recém-criados, o mesmo não aconteceu com as novas empresas, as quais, ajudadas pelo governo central, continuaram se apoiando na bolsa de valores para obter financiamento. E o número de empresas listadas em bolsa, especialmente aquelas ligadas à manufatura têxtil, continuou crescendo²⁴.

Quanto aos bancos, assim que eclodiu a crise, as medidas adotadas pelo governo central para o setor, foi retornar a regulamentação restritiva do passado. Dos 68 bancos comerciais que estavam operando em 1891, apenas 10 sobreviveram à crise e continuavam em operação em 1906, quando inicia uma nova fase de expansão do setor. Em 1918, havia 51 bancos operando no Brasil além de 80 filiais do Banco do Brasil espalhadas pelo país²⁵. No entanto, apesar deste crescimento, Haber (1991, p. 570) ressalta que os dados disponíveis não demonstram que o setor estava financiando as empresas têxteis, que continuavam se capitalizando no mercado de capitais:

Despite this growth, the banking system appears to have lent very little of its investable capital to industry. For this reason, Brazil's textile industrialists issued bonds to raise loan capital. By 1911 the bonds of 19 of the country's major textile manufacturers were traded on the Rio exchange. An analysis of the balance sheets of 22 large-scale Rio de Janeiro and Federal District firms in 1915 indicates that they were able to raise significant amounts of capital through public debt issues.

O breve período do Encilhamento, em que houve relaxamento da regulamentação financeira sobre o setor, foi marcado pelo elo entre capital financeiro e industrial, uma vez que a possibilidade de elevação da lucratividade para ambos os setores esteve vinculada à valorização dos títulos das empresas manufatureiras têxteis recém-criadas na bolsa valores do Rio de Janeiro. Não havia uma opção concorrente para a aplicação dos ativos do setor bancário. Nos períodos seguintes de crescimento econômico, as “disfuncionalidades” da economia periférica, como restrição externa e inflação alta, que levaram ao aumento da taxa de juros e às dificuldades na gestão da dívida externa e pública, permitiram que os bancos comerciais privados tivessem opções de portfólio mais atrativas do que o empréstimo industrial, como será visto nas seções seguintes.

²⁰ Encilhamento é a designação dada ao período correspondente à euforia na bolsa do Rio de Janeiro que terminou em uma crise financeira profunda.

²¹ Segundo o Haber (1959, p. 570): *The Rio exchange, which had been a staid and sleepy affair throughout the nineteenth century, now saw wild securities trading as well as an expansion of the number of firms listed. In the first year of the Encilhamento alone, it saw almost as much trading as it had in the previous 60 years.*

²² *Idem*

²³ *Ibidem*: *“Though many of these enterprises failed during the collapse of the bubble and the recurrent financial crises over the following decade, in the short run they provided loans to Brazil's textile industry.”*

²⁴ Segundo Haber (1991, p. 570): *“In 1888 only 3 cotton textile enterprises were listed on the Rio stock exchange; by 1894 there were 18. (...) Even after the burst of the financial bubble, new firms were financed by the stock exchange. Thus, the number of cotton manufacturers listed on the Rio exchange grew from 18 in 1894 to 25 in 1904 and to 54 in 1914, when it leveled off. Thus, in 1914, 54 of Brazil's 191 cotton textile companies (28 percent) were publicly traded, joint stock limited liability corporations.”*

²⁵ Haber (1991, p. 570).

4 – A (não) relação entre os setores industrial e financeiro no Brasil e a busca por financiamento ao investimento

Sobre as razões históricas de a estrutura do sistema financeiro brasileiro ser incapaz de financiar a atividade real e promover transferências de recursos intersetoriais, Maria da Conceição Tavares, tece as seguintes considerações:

(...) essa incapacidade [de atender a demanda de financiamento do investimento] possui raízes mais profundas do que a simples “falta de uma política financeira” adequada, as quais se prendem ao modelo histórico de desenvolvimento da maioria dos países latino-americanos.

As necessidades de financiamento interno no mercado primário-exportador estavam basicamente associadas ao desenvolvimento comercial e urbano e eram facilmente atendidas por uma rede bancária operando em condições de pouca sofisticação. A expansão da capacidade produtiva nas atividades básicas de exportação ou na infra-estrutura de serviços de utilidade pública, embora exigisse uma considerável acumulação de capital, **não pressionava por créditos de longo prazo a serem supridos por uma institucionalidade financeira “nacional”**. No caso da agricultura de exportação; tipo *plantation*, a acumulação de capital era fundamentalmente ‘natural’ e os recursos financeiros exigidos para ampliar a capacidade produtiva além de relativamente pequenos eram facilmente atendidos com as elevadas taxas de lucro das lavouras em produção. Em se tratando de investimento em atividades de maior intensidade de capital como a mineração ou a infra-estrutura econômica, o financiamento (quando não a propriedade, ou pelo menos, o controle) cabia quase que exclusivamente ao capital estrangeiro (TAVARES, 1972, p. 129-130, grifo nosso).

A pressão sobre o sistema financeiro ocorrerá quando da passagem do modelo primário-exportador para uma economia de desenvolvimento para dentro, em um curto espaço de tempo. As recorrentes crises que levavam a desvalorização cambial acabaram tendo por consequência a dinamização do mercado doméstico possibilitada pelo assalariamento da economia, uma vez que o câmbio desvalorizado protegia as nascentes manufaturas domésticas na economia brasileira da concorrência externa.

Uma conjunção de fatores favoreceu o início industrialização da economia brasileira na década de 1930. Apesar de abalada pela crise de 1929, antes mesmo que esta se resolvesse nas economias centrais, a economia brasileira pôde se recuperar graças às políticas anticíclicas adotadas que defenderam a demanda em solo nacional²⁶. Nesse contexto, a economia doméstica, que já contava com uma capacidade produtiva instalada e até então ociosa, ineditamente, passará a ser o centro dinâmico do crescimento econômico nacional no lugar da demanda externa.

A rapidez com que se dará o processo de industrialização pressionará fortemente a demanda por financiamento, havia espaço para que o sistema financeiro, no contexto da época fundamentalmente composto por bancos comerciais, se desenvolvesse de forma articulada ao setor industrial. Como visto na primeira seção, Zysman (1983) destaca que as economias atrasadas industrialmente tendem a apoiar o financiamento industrial no setor bancário. A pressão sobre o sistema financeiro ocorre quando a taxa de investimento das unidades produtivas é maior do que a capacidade delas crescerem por aplicação dos lucros reinvestidos, isso acontece especialmente na industrialização tardia, porque, em um curto período de tempo, há necessidade de se incorporar todas as etapas tecnológicas do processo produtivo. No

²⁶ Sobre este ponto ver Furtado (1959), capítulos 31 e 32.

entanto, o que se observou no Brasil é que as transformações nas instituições financeiras não ocorriam em resposta à pressão do sistema produtivo por financiamento, nas palavras de Maria Conceição Tavares:

A passagem, num breve momento histórico a um modelo de desenvolvimento para dentro (...) gerou, entretanto, uma tensão crescente sobre as instituições financeiras do País, herdadas do modelo anterior, **que não parece ter sido enfrentada em tempo pelas modificações institucionais necessárias**. Deste modo, os mecanismos ou instrumentos financeiros que surgiram ao longo do processo foram-se forjando posteriormente por reação ou fuga a certas condições adversas do mercado, ou como adaptação a certas exigências nítidas e iniludíveis da evolução do aparelho produtivo, tornando difícil, em consequência, alcançar-se em cada etapa do desenvolvimento industrial uma estrutura financeira adequada ao à solução dos problemas de financiamento emergentes, dentro de relativa estabilidade. (TAVARES, 1972, p. 130, grifo nosso).

Como visto na primeira seção, o financiamento de longo prazo é imbuído de riscos, mas para além dos riscos tradicionais enfrentados pelo setor bancário na concessão de crédito de longo prazo, na economia periférica deve ser considerado o cenário constante de restrição externa e inflação elevada. Nesse contexto, a adaptação institucional do setor bancário à demanda por crédito, especialmente ao produtivo, não é automática, sequer é esperada. No Brasil, o setor bancário aprenderá a obter ganhos, não apesar, mas, em grande medida, por meio das “disfuncionalidades” de uma economia periférica. Grande parte dos lucros durante o século XX será derivada do processo inflacionário. O setor bancário e financeiro acabou se desenvolvendo paralelamente ao setor industrial e não em resposta a suas necessidades de financiamento.

Como não vinculou sua rentabilidade ao setor industrial, o setor bancário brasileiro se desenvolveu obtendo altas taxas de lucros em períodos de prosperidade e de crise econômica.

Da metade da década de 1930 até o início dos anos 1960, a economia brasileira apresentou altas taxas de crescimento econômico, no entanto, concomitantemente, não houve uma expansão do crédito proporcional a esse crescimento: o período caracterizava-se por um desequilíbrio permanente entre oferta e demanda por crédito. A obtenção de financiamento com prazos mais longos foi atendida principalmente por meio das caixas econômicas federais e estaduais e pelos bancos públicos: o Banco do Brasil e, a partir de sua criação em 1951, o Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDE), cuja importância ao financiamento cresce a partir do Plano de Metas do governo de Juscelino Kubistchek (1955-1961). No entanto, a competição por recursos entre os setores privado e público, e dentro de cada um destes entre o consumo e produção corrente, de um lado, e a formação bruta de capital, de outro, levou a sérias pressões inflacionárias que se resolveram em um processo inflacionário aberto no início dos 1960.

A inflação teve, portanto, papel fundamental em suprir grande parte da demanda por financiamento no período. Tavares (1972) destaca que não apenas a senhoriagem foi utilizada como poupança forçada, mas também na transferência de recursos entre setores, dos setores menos dinâmicos para os mais dinâmicos. No entanto, o uso da inflação como forma de financiamento rapidamente encontra o seu limite, este é dado quando as expectativas inflacionárias são difundidas entre todos os setores da economia, e de forma articulada são feitos os reajustes de preços, além de antecipar os agentes

extrapolam a tendência inflacionária. Quando a economia chega nesse ponto, o problema da estrutura de financiamento e a falta de mecanismos financeiros que propiciem o *funding* ao investimento ficam evidentes, o uso da inflação como forma de financiamento se esgota e a carência de uma arquitetura financeira adequada à demanda por financiamento se torna fundamental para a continuidade dos investimentos e do próprio processo de industrialização, os mecanismos criados a reboque do investimento não são mais suficientes.

Durante o processo de industrialização por substituição de importação até a década de 1960, o uso dos lucros retidos teve papel fundamental no financiamento das empresas na aquisição de capital fixo. Os lucros foram crescentes do pós-guerra até a década de 1960 devido: à oferta elástica de mão de obra; aos subsídios cambiais que protegiam a indústria nacional da concorrência externa; e, pela formação de oligopólios. Não havia pressões para as empresas transferirem os aumentos de produtividade aos consumidores, tampouco para elevar os salários reais de modo que este acompanhasse os incrementos na produtividade. Aumentando os preços dos produtos finais acima da elevação dos salários médios, as empresas conseguiam manter elevada a taxa de lucratividade, beneficiando-se do processo inflacionário para aumentar a capacidade produtiva, enquanto não havia desenvolvimento da estrutura financeira capaz de suprir as necessidades de recursos da indústria. Segundo Tavares (p. 151): “A inflação apresenta-se, assim, como um mecanismo heterodoxo de financiamento que, mediante tensões crescentes, mobiliza e sanciona a acumulação de capital”.

Na época, não havia meios de se obter financiamento de longo prazo por meio do setor privado. Este era fundamentalmente formado pelos bancos comerciais. A lei de usura, implementada em 1933, limitava os juros nominais cobrados a 12% ao ano, em um contexto de inflação alta provocava um excesso de demanda por créditos (Simonsen, 1961, p. 75). O sistema bancário, na busca por rentabilidade, criou, então, mecanismos para burlá-la. Segundo Simonsen (1965, p. 66-67) “os bancos contornavam a Lei de Usura por meio de três artifícios principais e às vezes combinados”: os juros cobrados além dos oficiais, não escriturados; comissões excessivas sobre os serviços prestados; e as contas vinculadas, as quais exigiam que o receptor do empréstimo depositasse uma parcela do valor recebido no próprio banco. Deste modo os bancos tinham um enorme diferencial entre o custo do passivo e a rentabilidade do ativo (ALMEIDA, 1980, p. 13).

Favorecidos por um período de forte demanda por financiamento, os bancos concentraram seus empréstimos, em geral, no curto prazo – para evitar a perda de rentabilidade que o processo inflacionário poderia provocar –, propiciando ao setor, mesmo no cenário aparentemente adverso de inflação elevada, altíssimas taxas de rentabilidade. Esta poderia ser ainda maior se os bancos conseguissem captar depósitos à vista – que normalmente não rendiam juros. Nesse contexto, as

instituições bancárias passaram a concorrer, então, na captação destes depósitos²⁷. A partir da segunda metade dos anos 1950, o número de agências bancárias cresceu vertiginosamente e os bancos também aumentaram os serviços prestados na busca por mais clientes. Não apenas os lucros dos bancos cresceram, mas também o custo operacional com o aumento de gastos com pessoal, administrativos, imobilizações e instalações luxuosas (ALMEIDA, 1980, p. 13-14).

A lucratividade do setor bancário nessa primeira etapa de industrialização do Brasil não se vinculou diretamente à expansão industrial, mas diferentemente de período posteriores, ela se associou a concessão de créditos de curto prazo, remunerados por elevadas taxas de juros. Isso foi possível em decorrência do ambiente macroeconômico positivo e otimista para os negócios, mesmo em um ambiente de regulamentação das taxas de juros e inflação alta obtiveram altas taxas de lucros ao contornar as regras existentes.

5 – O desenvolvimento do sistema financeiro e sua perene incapacidade de servir ao investimento

Em dois momentos da histórica econômica brasileira a necessidade de reforma financeira se impôs: na década de 1960 e, em fins de 1980. Ambas as reformas financeiras, cujos sentidos foram opostos, visaram suprir a carência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo no Brasil.

O primeiro se impôs na década de 1960 quando a inflação já não tinha mais efeitos benéficos sobre a economia e a necessidade de financiamento de longo prazo era evidente. Pela reforma proposta pelos militares entre 1964 e 1967, esperava-se que o sistema financeiro superasse suas deficiências e passasse a cumprir o papel de flexibilizar o investimento. Conforme ressalta Hermann (2003, p. 241), tentou-se, nesse momento, implementar um modelo de sistema financeiro segmentado, nos moldes norte-americanos, em que o financiamento de longo prazo apoiar-se-ia no mercado de capitais, com os bancos de investimento organizando e colocando ações e títulos de dívida no mercado. E o crédito de curto prazo ficaria a cargo dos bancos comerciais. No entanto, dada às crises monetárias vivenciadas pela economia brasileira, especialmente nos anos 1980, a correção monetária que, inicialmente, foi estabelecida provisoriamente para assegurar a rentabilidade e diminuir os riscos dos detentores de riqueza financeira para o financiamento produtivo, no contexto inflacionário, acabou tendo seu uso corrompido e passou a garantir a rentabilidade financeira em si mesma, principalmente a partir da década de 1980.

Com o uso disseminado da correção monetária, elevaram-se os patamares nos quais as taxas de juros nominais passaram a ser definidas e o uso da indexação, que tinha por finalidade reduzir a insegurança dos proprietários de riqueza financeira, acabou permitindo que obtivessem altas de rentabilidade por meio de instrumentos financeiros de prazos mais curtos, criando uma preferência por aplicações deste tipo em detrimento àquelas de prazos mais longos (Tavares, 1972, p. 241).

²⁷ Como exemplo, pode-se citar a Instrução nº 34 da SUMOC de 1950, que limita os juros nominais pagos aos depositantes entre 3 e 6%, dependendo do prazo da operação, bem inferior aos 12% impostos pela lei de usura.

Além de a reforma não ter enfrentado o problema fundamental do setor a época, o papel dos bancos comerciais no financiamento do investimento, a implementação dos títulos públicos indexados e da correção monetária permitiu aos bancos desvincularem sua lucratividade principal da concessão de crédito em geral seja de curto, seja de longo prazo, e o setor passou a demandar títulos da dívida pública, aos quais era assegurada uma rentabilidade dada por uma taxa real de juros. Negociando o dinheiro em um contexto de inflação elevada e com lucratividade garantida dos ativos, os bancos conseguiam elevar as taxas de lucro, se distanciando da função originária do setor de conceder crédito. Isso ficou evidente durante a crise que abateu toda a América Latina nos anos 1980. Diferentemente do que ocorreu em outros países (como Argentina, Chile e México), a crise da dívida externa não levou a uma crise bancária. Mesmo com a acentuada queda nos investimentos produtivos e regressão econômica, o sistema bancário brasileiro auferiu elevadas taxas de lucros²⁸.

Com a estatização da dívida privada pelo setor público²⁹ durante a década de 1980, o governo passa por uma grave crise fiscal e para garantir o financiamento do déficit, em um ambiente de crescente incerteza, adotou o mecanismo da “zeragem automática”, recomprando diariamente os títulos públicos em mão dos bancos comerciais, a fim de zerar eventuais déficits de reserva. Nesse contexto, a gestão da dívida pública se pautou em oferecer títulos de maturação cada vez mais curta indexados à inflação, ao câmbio e à taxa de juros – variáveis mais instáveis da economia no período. Conforme destaca Hermann (2003, p. 249), “isso permitiu aos bancos combinarem baixo risco e alta rentabilidade, a despeito do brutal encolhimento do mercado de crédito privado”. A concessão de crédito de longo prazo, mais arriscada mesmo em períodos de estabilidade econômica, ficou completamente inviabilizada nesse cenário de incerteza e retorno garantido nas aplicações de curto prazo.

Quanto à reforma de 1988, muito menor do que a dos anos 1960, Hermann (2003, p. 242) ressalta que ela “marcou um rompimento radical com o modelo idealizado nos anos 1960”, no entanto, apenas ratificando o modo como já atuava o sistema financeiro privado à época. Por meio desta, o sistema

²⁸ Belluzzo e Almeida (2002, p. 242) calculam que: “em valores reais (lucro auferido declarado) pelos grandes bancos privados nacionais em seu conjunto foi, no período de 1981-83, mais do que o dobro do resultado do triênio 1978-83”.

Sobre a mudança patrimonial dos bancos, Belluzzo e Almeida (2002, p. 252), afirmam que: “O padrão bancário típico dos anos 80, durante e após o “ajustamento recessivo”, passa a ser tal que a formação do lucro nas suas operações típicas (crédito versus captação) resultam em déficit, mais do que compensado pela rentabilidade financeira. O padrão envolve, é claro, os grandes bancos privados que lideraram os processos descritos, mas inclui em alguma medida, todas as demais categorias: bancos pequenos, médios e bancos estrangeiros”.

²⁹ Belluzzo e Almeida (2002, p. 105-106) argumentam que o Estado brasileiro, para defender o lucro macroeconômico, estatizou as dívidas privadas, principalmente das empresas produtivas – excetuam-se as empresas estatais. O processo de estatização teria ocorrido tanto pelos fluxos, os empréstimos internacionais assumidos a partir de 1979, foram praticamente em sua totalidade públicos, como também pelo estoque de dívida, pela criação de mecanismos para que o setor privado “descarregasse a dívida com o exterior em agências (como o Banco Central) e em títulos públicos com cláusulas de reajuste pela variação cambial”. Esses mecanismos contribuíram para a diminuição dos juros líquidos pagos pelo setor privado e se amparassem em operações de *hedge*. O setor público praticamente convertia a dívida externa privada em moeda nacional, assumindo o risco cambial dos empréstimos e de taxa de juros dos empréstimos externos, que eram pós-fixadas – risco que se estabeleceu na prática com os aumentos extraordinários das taxas internacionais de juros e sucessivas desvalorizações cambiais.

Sobre a estatização da dívida, Mendonça de Barros (1993, p. 8) destaca o seguinte: “A falta de credibilidade da correção monetária, sujeita agora a vários expurgos arbitrados pelo governo, vai progressivamente empurrando a poupança financeira para o Open [mercado aberto]. Este processo acelera-se a partir de 1983 com o ajuste financeiro promovido pelas empresas do setor privado. As empresas reduzem seu passivo dolarizado realizando maciços depósitos em dólares no BC. É o chamado processo de ‘estatização’ da dívida externa. O governo, pressionado também no ‘front’ de suas contas fiscais, torna-se o grande tomador de recursos do sistema, principalmente via colocação de títulos públicos”.

financeiro nacional aproximou-se do modelo alemão, em que o financiamento de longo prazo é realizado pelo crédito bancário privado, pelos bancos universais, os quais são chamados no Brasil de “bancos múltiplos” – diferentemente, da ideia de segmentação dos mercados, os bancos múltiplos atuam no mercado de capitais, como bancos de investimento, e como instituições depositárias, como bancos comerciais.

Superada a restrição externa, após a renegociação da dívida brasileira nos moldes do Plano Brady e implementação de políticas de liberalização financeira; a inflação elevada em 1994, pelo plano real; e o mecanismo da “zeragem automática”, em 1996 esperava-se uma reação do sistema financeiro no sentido de estender os prazos de financiamento, o peso dos créditos no total dos ativos dos bancos até chegou a aumentar³⁰, mas não de forma consistente e significativa. O Banco Central temendo que isso estimulasse a demanda e pressionasse os preços, estabeleceu medidas para que este movimento fosse contido. Com estabelecimento de uma política monetária fundamentada em juros elevados para conter a demanda agregada e, desse modo, os preços e a continuidade do modelo de gestão da dívida pública, mantendo os títulos indexados às variáveis mais voláteis do mercado – inflação, câmbio e juros – uma parcela significativa dos ativos dos bancos comerciais mantiveram-se aplicadas em títulos públicos, os quais garantiam rentabilidade alta e de baixo risco a essas instituições, não havendo necessidade de se arriscarem na concessão de créditos de prazos mais longos.

Ademais, a possibilidade de aplicação em títulos públicos e a concentração da oferta de crédito no curto prazo, que persiste até os dias atuais, permitem aos bancos comerciais brasileiros uma grande flexibilidade na gestão de seus ativos. Em períodos de crise, rapidamente podem interromper o fluxo de concessão de crédito concedido no período de expansão do ciclo, não renovando os contratos, e direcionar os recursos a favor dos títulos. A rentabilidade fica garantida mesmo durante períodos crise. Não há incentivos para os bancos comerciais brasileiros se arriscarem no crédito de longo prazo, engessando o ativo. No entanto, isso não significa que o sistema bancário-financeiro brasileiro não seja desenvolvido, conforme destaca Hermann (2011, p. 399), o Brasil, dentre os países emergentes, “ostenta um dos sistemas financeiros mais extensos (em número e tamanho das instituições) e diversificados”.

Desde a reforma estabelecida pelo PAEG, o sistema financeiro brasileiro tem sido exitoso na diversificação estrutural – das instituições financeiras – e operacional – dos instrumentos financeiros. Com a liberalização financeira e estabilização de preços na década de 1990, o setor bancário privado se expandiu e se diversificou, operando não apenas no mercado de crédito, mas também no mercado de capitais (HERMANN, 2010, p. 16).

³⁰ Com a perda da receita obtida pelo imposto inflacionário, a reação dos bancos foi expandir o crédito até meados de 1995. Este movimento foi beneficiado pela remonetização da economia com a ampliação dos depósitos à vista. Houve também crescimento significativo da renda bancária gerada pela cobrança de tarifas, legalmente facilitada em 1996. Com a crise mexicana, elevaram-se substancialmente as taxas de juros no Brasil, e aumentou-se o recolhimento do compulsório de todos os tipos de depósito – sobre o depósito à vista chegou a 100% – o que levou ao aumento da inadimplência e à contração do fornecimento de crédito. (ROCHA, 2001, p. 11).

No entanto, ambas as reformas, apesar de propiciarem o desenvolvimento de instrumentos financeiros e do próprio sistema financeiro, não foram bem sucedidas no objetivo de promover o desenvolvimento de um sistema privado de financiamento de longo prazo.

6 – Considerações finais

Devido à incapacidade de o sistema financeiro privado prover fundos ao investimento, conforme considera Hermann (2003, p. 245), as fases de crescimento econômico da economia brasileira foram apoiadas no autofinanciamento e, em relação ao capital de terceiros, obteve-se uma combinação de créditos públicos e externos. Em graus variados, este seria o caso do Plano de Metas de 1956 a 1961; do “milagre econômico” de 1968 a 1973; e do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) de 1974 a 1978. Também no período recente de crescimento econômico no Brasil, de 2004 a 2010, o financiamento via créditos públicos continuou desempenhando um papel fundamental.

Buscou-se por meio deste trabalho compreender a relação entre uma economia cuja origem é colonial e o desenvolvimento do seu sistema financeiro. Destacou-se que as condições impostas pelo passado colonial deixa como herança um ambiente macroeconômico em que o sistema financeiro tende a se desenvolver paralelamente ao setor industrial, não tendo como função primordial servir ao investimento, principalmente, por causa dos riscos envolvidos.

Por meio de reformas financeiras, o governo procurou dirimir os riscos do setor, na expectativa de que isso contribuísse para a disponibilização de recursos de prazos mais longos pelo setor privado, mas como resultado, as medidas facilitaram a rentabilidade das instituições bancárias que sempre tiveram a sua disposição opções de alocação de portfólio mais rentáveis do que concessão de créditos com prazo mais longos. A busca pela solução do problema de financiamento sempre teve como consequência inesperada reforçar o sentido paralelo do desenvolvimento do setor financeiro em relação ao setor produtivo.

Como visto, o passado colonial retardou a incorporação das forças produtivas no Brasil. Quando finalmente foram criadas circunstâncias econômicas para a industrialização, não havia (e nem poderia haver) na economia brasileira uma institucionalidade financeira privada que suprisse a oferta de créditos. O financiamento ao investimento, inicialmente, foi suprido de forma heterodoxa, pela inflação que permitia o autofinanciamento das empresas. O autofinanciamento, obtenção de créditos externos e financiamento público foram os meios pelo qual os investimentos foram viabilizados no Brasil até a década de 1980. Com a restrição externa e o endividamento estatal, grande parte dos recursos para o financiamento do investimento foi comprometida durante as décadas de 1980 e 1990. Com a superação da restrição externa e melhora das contas públicas, novamente, as fontes de financiamento para o ano 2000 continuam sendo as mesmas do período anterior, apesar do desenvolvimento do setor bancário-financeiro no Brasil. Este se manteve afastado da concessão de crédito de longo prazo.

Nesse contexto, o sistema financeiro obteve recursos para o seu desenvolvimento pelas especificidades e anomalias da economia periférica. Combinando a inflação, a correção monetária, os juros altos e os papéis da dívida pública, o sistema financeiro privado brasileiro pode se desenvolver harmonizando duas variáveis que teoricamente teriam sentido inversos: alta rentabilidade e baixo risco. Este resultado inesperado foi em grande medida possibilitado pelas reformas financeiras que serviram para modernizar o setor, na expectativa de que passasse a servir para o financiamento do setor produtivo.

Desse modo, o que se verifica no desenvolvimento econômico brasileiro é a perene dissociação entre as rentabilidades bancária e industrial. Desde meados da década de 1960, o setor bancário tem obtido altas de rentabilidade por meio de títulos financeiros de prazo mais curtos, criando uma preferência por aplicações deste tipo em detrimento àquelas de prazos mais longos. Até os dias atuais, a disponibilidade no mercado de instrumentos financeiros indexados tem posto um piso elevado para a taxa de juros no Brasil, que mesmo sob condições macroeconômicas favoráveis, como estabilidade de preços e maior resiliência à restrição externa, como foi o período de 2003 e 2008, não se assistiu no Brasil uma queda das taxas de juros que levasse a uma mudança profunda da estratégia do negócio bancário, no sentido de reduzir substancialmente suas aplicações em títulos públicos a favor do crédito de prazos mais longos. O objetivo primordial do sistema capitalista, como defendido por Marx e Keynes³¹, é o lucro. Somente quando o lucro do setor bancário estiver vinculado fundamentalmente ao crédito é que se pode esperar uma readaptação nesse sentido – como visto, no único período em que isso ocorre, o do Encilhamento, existiu uma conexão entre o desenvolvimento do capital produtivo e do financeiro.

Caio Prado Jr. (1942) alertou que o sentido da nossa colonização explicaria “os elementos fundamentais, tanto no econômico como no social, da formação e evolução históricas dos trópicos americanos”. Políticas e medidas econômicas que não levem isso em conta servirão apenas para reforçá-lo e reproduzi-lo.

Referências Bibliográficas

- ALMEIDA, J. S. G. de. (1980) *As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais: o descaminho do projeto neoliberal*. Dissertação (Mestrado) – IFCH/Universidade Estadual de Campinas (Unicamp).
- BELLUZZO, L.G.M e ALMEIDA, J.G. (2002) *Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- CLARK, V. S. (1916) *History of Manufactures in the United States – 1607 – 1860*, Carnegie Institution of Washington publication.
- FEDERAL RESERVE BANK OF PHILADELPHIA. (2009). *The First Bank of United States: A Chapter in the History of Central Banking*. Disponível em: <https://www.philadelphiafed.org/publications/economic-education> (consulta: 04/11/2015)
- FURTADO, C. (1959, 1976) *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo: Editora Nacional.

³¹ Uma das poucas passagens em que Keynes concorda com Marx é sobre o objetivo daquilo que ele rotulou como economia monetária (aquela em que a moeda desempenha papel de um ativo), diferenciando-a de uma economia cooperativa (na qual a moeda é apenas uma facilitadora das trocas): “*The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy bears some relation to a pregnant observation made by Karl Marx, - though the subsequent use to which he put this observation was highly illogical. He pointed out that the nature of production in the actual world is not, as economists often suppose, a case $C - M - C'$ i.e. of exchanging commodity (or effort) for money in order to obtain another commodity (or effort). That may be standpoint of the private consumer. But it is not the attitude of business, which is a case of $M - C - M'$, i.e. of parting with money for commodity (or effort) in order to obtain more money*”. (KEYNES, 1933, p. 81)

- GURLEY, J. e E. SHAW (1955). “*Financial aspects of economic development*”, AER 45 (Sept), 515-38
- HABER S. H. (1991). Industrial Concentration and the Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1830-1930. *The Journal of Economic History*, vol. 51, nº 3 (Sep., 1991), pp. 559-580
- HERMANN, J. (2003) Financiamento de Longo Prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In SICSU, J. et alli (2003) *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri, SP: Manole: Fundação Konrad Adenauer.
- _____. ; Papel e Funcionalidade dos Bancos Públicos: notas sobre a experiência brasileira recente (1995-2009). In: *Anais do 3º Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*. Porto Alegre: AKB, 2010. v. 1. p. 1-20.
- _____. ; Bancos Públicos em Sistemas Financeiros Maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. *Revista de Economia Política* (Impresso), v. 31, p. 397-414, 2011.
- KEYNES, J. M. (1931; 1963) *Essays in Persuasion*. New York: W. W. Norton e Company.
- _____. (1933) The Distinction between a Co-operative Economy and an Entrepreneur Economy. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org). *The Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan, vol. XXIX.
- _____. (1936; 1982). *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Atlas S.A.
- _____. (1937a; 1984). Teoria Geral do Emprego. In Szmrecsányi, T. (org.) *Keynes*. São Paulo: Ática
- _____. (1937b; 1973) Alternative Theories of the Rate of Interest. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org). *The Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan. vol. XXIV
- _____. (1937c; 1973) The ‘Ex Ante’ Theory of the Rate of Interest. In: MOGGRIDGE, D. E. (Org). *The Collected writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan. vol. XXIV
- MCKINNON, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.: Brookings Institution.
- MENDONÇA, A. A. B (2001) Contributos para a História da Expansão do Sistema Bancário no Espaço Regional (1874-1930): o caso do algarve. Comunicação apresentada ao: XXXI Encontro da Associação Portuguesa de História Económica e Social. Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. 18 de Novembro de 2011.
- MENDONÇA de BARROS, L.C. A Moeda Indexada: Uma experiência Brasileira. *Economia e Sociedade*. Campinas, n.2, p.3-24, ago. 1993.
- MINSKY, H. (1976, 2008) *Stabilizing an Stable Economy*: New York: McGraw-Hill Companies.
- PRADO Jr., C. (1942, 2011), *A Formação do Brasil Contemporâneo: colônia*. São Paulo: Companhia das Letras.
- ROCHA, F. A. S. (2001) *Evolução da Concentração Bancária no Brasil* (1994 – 2000), Brasília, NT11 do Banco Central do Brasil, nov/2001.
- SHAW, E. S. (1973). *Financial Deepning in Economic Development*. New York: Oxford University
- SIMONSEN, M. H. (1961) *Os Controles de Preços na Economia Brasileira*. Rio de Janeiro: Consultec
- _____. (1965) *O Mercado Brasileiro de Capitais*. Rio de Janeiro: Epea.
- _____. (1976) O Sistema Bancário Brasileiro. In: Gudín, E. *Prncípios de Economia Monetária*. Rio de Janeiro: Agir, v. 1, p. 279-301.
- SIMONSEN, R. (1957) História Econômica do Brasil, ed. S. Paulo, 1957. In: FURTADO, C. (1959, 1976) *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo: Editora Nacional, p. 100.
- TAVARES, M. C. (1972, 1978) *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar Editores
- ZYSMAN, J. (1983) *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the politics of industrial changes*. Londres: Cornell University Press.87