

## **Reformas institucionais e financiamento de longo prazo na economia brasileira: o debate sobre o PAEG**

Vinícius Eduardo Ferrari<sup>1</sup>

### **Resumo**

O presente artigo visa reconstituir o debate entre economistas acerca da incapacidade do PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo) em conformar uma base sólida de financiamento de longo prazo privada e nacional para a economia brasileira após o Golpe Militar de 1964. A ideia, portanto, é contrastar duas interpretações divergentes a respeito do fracasso do projeto dos bancos de investimento que visava prover novas fontes de financiamento para os investimentos produtivos das empresas brasileiras. Conclui-se que, para os gestores do PAEG, a continuidade da inflação, o estatismo do mercado financeiro e a escassez de poupança impossibilitaram a expansão dos fundos privados de longo prazo. Por sua vez, os críticos do PAEG ressaltam que poupança não constitui pré-condição para a expansão do crédito. Assim, o fracasso da tentativa de dinamização dos empréstimos de longo prazo decorre de alguns traços estruturais do desenvolvimento capitalista brasileiro (tais como a baixa propensão das empresas privadas nacionais e estrangeiras ao uso de recursos de terceiros para financiar o investimento) e da opção política do Governo Castello Branco pela aliança com o capital financeiro internacional.

Palavras chaves: Banco de Investimentos, Regime Militar, Reformas Financeiras  
JEL: N16 Latin America • Caribbean

### **Institutional reforms and long-term financing in the Brazilian economy: the debate about the PAEG**

#### **Abstract**

This article aims to discuss the debate about the PAEG Reforms' inability to build a private and national long-term financing nucleus for the Brazilian economy after the 1964 Military Coup. We intend to contrast two diverging opinions regarding the failure of the investment banks project, that was unable to provide new funding sources for Brazilian companies. According to the policy makers of Castello Branco Government, the inflation persistence, the financial statism and the savings scarcity blocked the expansion of long term loans. In opposition to these arguments, the PAEG critics do not recognize the savings rate as a prerequisite to credit increase. So, the expansion of long term loans did not happen due to Brazilian historical and structural features (like the Brazilian firms' low propensity to finance their investments through the financial market) and also due to Brazilian military government alliance with the international financial capital.

Key words: Investment Banks, Military Regime, Financial Reforms

---

<sup>1</sup> Professor e pesquisador do Centro de Economia e Administração da Pontifícia Universidade Católica de Campinas. Doutor em Desenvolvimento Econômico pela Unicamp.

## Introdução

Após o Golpe Militar de 1964, o governo Castello Branco conduziu um amplo programa de reestruturação do sistema financeiro nacional. A literatura econômica denomina este processo de reestruturação institucional de Reformas Financeiras do PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo)<sup>2</sup>. Os documentos oficiais do período ressaltavam a importância do crédito de longo prazo e da integração das órbitas produtiva e financeira da economia, para a promoção da capitalização das empresas brasileiras e do desenvolvimento econômico nacional.

À luz destes diagnósticos, as Reformas Financeiras propunham a criação dos bancos de investimentos, ou seja, a constituição de entidades privadas para fornecimento de créditos de longo prazo para o setor produtivo. Suas operações se desdobrariam em duas modalidades: concessão de créditos a longo prazo e operações com títulos mobiliários. Estas operações seriam lastreadas na captação de depósitos a prazo com correção monetária e também na mobilização de recursos externos que posteriormente seriam repassados aos agentes econômicos nacionais.

A evidência empírica revela a incapacidade das Reformas Financeiras do PAEG no tocante a conformação de uma base privada e nacional de financiamento de longo prazo com certo dinamismo do mercado de capitais para a economia brasileira após o Golpe Militar de 1964. Esta constatação se desdobra em dois pontos fundamentais: i) os bancos de investimentos não se tornaram ofertantes ou intermediários de fundos de longo prazo, ii) o mercado de acionário não representou uma fonte de financiamento importante para as empresas.

O intento deste artigo é avaliar a discussão em torno das constatações descritas acima. A ideia, portanto, é privilegiar o debate acerca dos resultados da Reforma Financeira do PAEG no que se refere às bases privadas de financiamento de longo prazo no país. Optamos, assim, por estruturar o artigo em três seções, que abarcarão os seguintes temas: i) de início procuraremos apresentar os diagnósticos que balizaram as Reformas Financeiras do PAEG. Neste ponto, concentramos nossos esforços na descrição dos bancos de investimento. Complementando a reforma financeira, descreveremos a reorganização do mercado acionário; ii) a segunda seção descreverá os resultados mais salientes das Reformas Financeiras no que tange a evolução do crédito de longo prazo na economia brasileira; iii) o debate acerca do fracasso do PAEG em conformar uma base sólida de financiamento de longo prazo privada e nacional para a economia brasileira após o Golpe Militar de 1964 será reconstituído na terceira seção onde contrastaremos a visão dos economistas

---

<sup>2</sup> O Plano de Ação Econômica do Governo 1964/1966 (PAEG) foi publicado em novembro de 1964. A paternidade do Plano pode ser conferida aos economistas Octavio Gouveia Bulhões, Roberto de Oliveira Campos e Mario Henrique Simonsen. Em síntese podemos afirmar que o PAEG compatibilizou medidas de estabilização de preços (rigidez monetária, saneamento do déficit público e represamento de salários) com um amplo programa de reformas estruturais que visavam à eliminação dos pontos de estrangulamento institucionais diagnosticados como limitantes à retomada do desenvolvimento. Dentre estas reformas, convém destacar a Reforma Financeira, a Reforma Tributária, a Reforma do Setor Externo e a Reforma Trabalhista. O escopo do presente ensaio se restringirá à análise das Reformas do Setor Financeiro.

que compunham a equipe de planejamento do Governo Castelo Branco com a dos críticos ao Plano.

### **Seção 1: Os diagnósticos oficiais por traz das Reformas Financeiras do PAEG e dos bancos de investimento.**

Os formuladores do PAEG consideravam incompleto o processo de desenvolvimento brasileiro. Segundo esta interpretação, a despeito do robusto crescimento e das transformações produtivas promovidas pelo Milagre Econômico, o atraso institucional da economia brasileira não apenas persistiu como, em última instância, provocou a reversão do ciclo expansivo. Prossequindo este raciocínio, a debilidade das bases financeiras, tanto públicas quanto privadas, foi considerada um dos principais pontos de estrangulamento institucional. Diante deste diagnóstico, a equipe econômica estabelecia a modernização do sistema financeiro como uma condição fundamental para a retomada do desenvolvimento e para o ingresso do país na fase madura do capitalismo:

O desenvolvimento de Kubitschek não se transformou em modelo de desenvolvimento sustentado, pela fragilidade financeira. A primeira falha foi a atrofia fiscal do Estado, que passou a depender perigosamente do financiamento inflacionário. A reforma fiscal visava precisamente à solução deste problema<sup>3</sup>. Uma segunda falha era a inadequação do sistema financeiro às exigências do surto de industrialização. As deficiências do sistema financeiro eram tanto de estrutura quanto de instrumentação. Sanar esta última disfuncionalidade era objetivo de outro grupo de reformas - as reformas do sistema financeiro (CAMPOS, 1994, p. 650).

Os principais documentos oficiais publicados durante o governo Castello Branco ressaltavam que as reformas do sistema financeiro deveriam “assegurar taxas de juros mais altas para os que economizam e taxas mais baixas para os que tomam emprestado e para os investidores”(MPCE, 1967, p.22). Um segundo ponto considerado fundamental pelos “policy makers” dizia respeito à necessidade de elaboração de “mecanismos e instrumentos de intermediação da poupança de médio e longo prazo pelo setor privado, sob seus dois aspectos: o mercado da Bolsa de Valores e as instituições do Mercado de Capitais”(CAMPOS, 1994, p.675).

Os economistas do governo atribuíam grande parte das limitações da estrutura de financiamento a desajustes ocasionados pela inflação. Em decorrência disso, existia a percepção de que o ataque à inflação e a consequente organização mais eficiente do sistema possibilitariam a consumação dos objetivos listados. Argumenta-se que para Campos, Simonsen, dentre outros, o sistema financeiro norte-americano era considerado o perfeito paradigma da modernidade. Devido a estas concepções estabeleceu-se que a

---

<sup>3</sup> Antes de iniciarmos a discussão sobre as Reformas Financeiras convém tecer uma importante advertência. Não obstante o reconhecimento das interconexões existentes entre as reformas financeira e tributária presentes no tratamento ministrado pelo PAEG aos problemas de financiamento da economia brasileira, o escopo deste ensaio se restringirá apenas à análise das modificações institucionais do sistema financeiro nacional. Caso o leitor deseje aprofundar os seus conhecimentos a respeito da Reforma Tributária de 1966 e da consequente reformulação da estrutura de financiamento do setor público nós sugerimos a leitura de LOPREATO (2002 e 2011) e OLIVEIRA (1981).

reestruturação institucional financeira deveria incorporar as duas características consideradas elementos explicativos cruciais do dinamismo financeiro estadunidense: a segmentação/compartimentalização das funções financeiras e a alta regulamentação exercida por um Banco Central forte e independente.

A Lei 4595 estabeleceu a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central (Bacen). O CMN exerceria a função de órgão normativo máximo do sistema; caberia à esta instituição o estabelecimento das metas de evolução dos meios de pagamento e do crédito. O Bacen deveria representar – em contraposição a postura submissa da SUMOC – uma autoridade monetária forte e independente, responsável pela formulação/gerenciamento da política monetária e pela fiscalização do sistema.

Já a opção pela segmentação de funções representou uma decorrência da crença governamental nos impactos negativos exercidos pela concentração bancária vigente no país (CORRÊA, 1995). De acordo com este raciocínio a competição branda entre as instituições financeiras representava um dos fatores responsáveis pela má remuneração dos poupadores e pelo alto custo do dinheiro. A compartimentalização, seguida pelo crescimento do número de instituições, contribuiria para a resolução do problema uma vez que fomentaria a competição. Especializadas e compartimentalizadas as instituições financeiras seriam “obrigadas a buscar os clientes potenciais, concorrendo com os diversos segmentos do mercado, oferecendo, portanto, uma melhor remuneração e cobrando taxas menores para seus financiamentos”(CORRÊA,1995,p.139). A segmentação corporificou-se mediante a Lei do Mercado de Capitais (lei número 4728).

Um primeiro ponto que merece ser destacado diz respeito ao tratamento destinado aos bancos comerciais e às sociedades de crédito, financiamento e investimento (popularmente conhecidas como “financeiras”). A Reforma sancionou o modo de atuação dos bancos comerciais. Como ressalta ALMEIDA (1980), reservou-se o mercado de crédito de curto prazo para estas instituições, permitindo a continuidade de suas atividades rotineiras, tais como o desconto de duplicatas, e o oferecimento de serviços diversos. A ação destes estabelecimentos dever-se-ia restringir aos empréstimos e financiamentos de curtíssimo prazo com base na captação de depósitos a vista (a correção monetária não deveria incidir sobre estes depósitos). Esta postura em relação aos bancos comerciais reflete, em parte, a descrença do governo na capacidade de contribuição destas instituições para o desenvolvimento do país. Os economistas do governo acreditavam que dificilmente estas instituições conseguiriam reduzir seus custos e por consequência diminuir as taxas de juros cobradas nos empréstimos. A Reforma também preservou o espaço de atuação das sociedades de crédito e financiamento. Estes estabelecimentos deveriam continuar atuando no mercado de crédito de médio prazo através do lançamento de letras de câmbio.

A reformulação do sistema de crédito imobiliário ocupou um papel de destaque dentre as Reformas Financeiras. A redução do déficit habitacional mediante a ampliação das linhas de financiamento foi considerada uma das principais metas de política econômica. Diante desta prerrogativa foi elaborado um subsistema próprio denominado de Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Este Sistema aglutinava agências estatais como o Banco Nacional da Habitação

(BNH) e as Caixas Econômicas, além de agências privadas como as associações de poupança e empréstimos. A viabilização das operações de crédito imobiliário de longo prazo envolveu a elaboração de uma série de novos mecanismos de captação: o principal deles foi o FGTS, uma espécie de poupança compulsória que passou a ser gerida pelo BNH.

Tratemos, finalmente, do financiamento de longo prazo ao investimento. Duas fragilidades principais foram identificadas pelo governo nesta área: a incapacidade de conformação de um núcleo endógeno provedor de financiamento de longo prazo; e o raquitismo do mercado de capitais. De acordo com o imaginário reformista a criação de bancos de investimento privados contribuiria para superação das lacunas citadas.

Dentro da ótica da segmentação, a institucionalização dos bancos de investimentos “visou constituir entidades privadas para fornecimento de créditos de longo prazo para o setor privado. [...] Suas operações ativas deveriam ser basicamente de duas modalidades: concessão de créditos a longo prazo e operações com títulos mobiliários” (ZINI,1982, p.361). Estas operações seriam lastreadas na captação de depósitos a prazo com correção monetária e também na mobilização de recursos externos que posteriormente seriam repassados aos agentes econômicos nacionais. Convém ressaltar que os objetivos por de trás destas instituições não se reduziam apenas ao dilatamento do crédito. Os bancos de investimento encarnavam um intento muito mais amplo; estes estabelecimentos deveriam contribuir para que as empresas nacionais e a estrutura de financiamento da economia convergissem para o estágio de desenvolvimento alcançado pelas instituições similares dos países centrais:

[...] os bancos privados de investimento nasceriam já inseridos no quadro da “nova modernidade” e, portanto, imunes às distorções que caracterizavam os bancos comerciais e, em parte, as financeiras. Os bancos de investimento deveriam nascer fortes, sólidos, contando com o apoio do capital estrangeiro em associação ao capital privado nacional e deveriam ser responsáveis por preencher o mais flagrante e grave vazio deixado pelos bancos comerciais, e por onde havia penetrado o Estado, através de suas instituições de fomento: o crédito a longo prazo para financiar os investimentos e a promoção da capitalização da empresa privada nacional. Deles se esperava uma colaboração decisiva no objetivo de alçar a empresa privada nacional à idade madura, em pé de igualdade com a empresa estatal e a empresa estrangeira (ALMEIDA,1980, p.17).

Outra tarefa de suma importância também foi reservada aos bancos de investimentos: promover o estreitamento entre a órbita financeira e a órbita produtiva mediante o estímulo à abertura de capital/capitalização das empresas. Para tanto, se reservou para estas instituições uma posição privilegiada no mercado de capitais. Estas entidades deteriam o monopólio da operação de “underwriting”<sup>4</sup>. ASSIS e TAVARES (1985, p.18) sintetizam bem o papel dos bancos de investimentos e das demais instituições financeiras no processo de reorganização do mercado acionário:

---

<sup>4</sup> A operação de underwritring compreende a “subscrição de novas ações para lançamento ao público via revenda” (ZINI, 1982, p.361). Por sua vez, o termo subscrição deve ser compreendido como a colocação de uma nova ação no mercado acionário.

De fato, no espírito da reforma do mercado de capitais, o banco de investimento deveria ser essencialmente um lançador no atacado de ações de sociedades anônimas de capital aberto, a distribuidora deveria ser o agente de sua difusão a varejo e a corretora, um agente especializado para a negociação destes títulos no mercado secundário, as bolsas de valores.

Esta reorganização do mercado de ações completaria a modernização das bases financeiras brasileiras. De acordo com CORRÊA (1995) os diagnósticos referentes a esta temática detectavam a existência de potenciais poupadores que não efetuavam aplicações no mercado financeiro em decorrência das violentas oscilações da bolsa e dos desestímulos propiciados pela inflação. Diante disso, as Reformas propunham a elaboração de “condições para que as poupanças pessoais fossem canalizadas ao mercado de ações e disso se beneficiassem as empresas, que, para tanto, também teriam de passar por transformações” (ALMEIDA, 1980, p.17) e concordar com a abertura do capital. Em consonância com esse diagnóstico, o governo introduziu uma série estímulos às aplicações no mercado acionário. CORRÊA (1995) destaca alguns destes incentivos: i) incentivos fiscais e taxações mais leves para as ações; ii) introdução da debênture com correção monetária; iii) quebra do monopólio dos antigos corretores públicos e a conseqüente criação de novas sociedades corretoras; iv) proposição da abertura da empresa familiar; v) estímulo a formação de fundos de investimentos voluntários e fiscais.

Por último, o regime militar perseguiu a ampliação da integração da economia brasileira com o sistema financeiro internacional através da flexibilização das captações externas efetuadas por agentes econômicos situados no país. Permitiu-se às entidades financeiras situadas no país a captação de empréstimos no mercado internacional para posterior repasse aos tomadores internos. Na prática, procedeu-se à colagem do sistema financeiro doméstico a um sistema financeiro internacional que à época (final dos 1960 e início dos 1970) reorientava suas atenções para os países periféricos.

## **Seção II: Os principais resultados das Reformas Financeira do PAEG**

O PAEG determinou uma nova configuração para a estrutura de financiamento da economia. Como ressalta CORRÊA (1995), importantes modificações institucionais possibilitaram a organização de uma estrutura de financiamento para o Estado, além de engendrarem novas frentes de valorização financeira.

Em decorrência dessas mudanças, observou-se no período posterior às Reformas uma relevante expansão da intermediação financeira doméstica. De acordo com MOURA DA SILVA (1978), no período 1964 -1977, a relação entre os haveres financeiros e o PIB evoluiu de 21,1% para 43,9%. ao passo que o volume de empréstimos em relação à demanda agregada passou de 15 % para 59,4%. Desta forma, pode-se considerar que as Reformas cumpriram parte de seus objetivos.

No entanto, conforme afirma TAVARES (1971), os aperfeiçoamentos institucionais foram insuficientes para propiciar – sobretudo no período imediatamente posterior ao governo Castelo Branco - um aumento significativo da relação poupança agregada/ produto da economia. Deste modo, frustrou-se

“a esperança [.. de que o] desenvolvimento do mercado de capitais [...] se destinaria a aumentar a taxa de poupança-investimento da economia”(TAVARES, 1971, p.216).

Constata-se também, que a evolução dos processos de fusão e concentração - liderados pelos bancos comerciais – suprimiu, na prática, a segmentação das funções financeiras, uma vez que, já em 1968, “os tradicionais grupos bancários nacionais exerciam o domínio sobre os diversos compartimentos criados na esperança de sua ausência” (ALMEIDA, 1980, p.21).

Outrora celebrados pelas Reformas como os principais catalisadores do desenvolvimento das empresas nacionais, os bancos de investimento apresentaram, na prática, uma atuação de proporções reduzidas, bastante distante dos intentos originais traçados. A diminuta magnitude assumida pelos bancos de investimentos no sistema financeiro pode ser comprovada mediante a análise da Tabela I. No primeiro ano analisado podemos observar que a participação destas instituições no montante global de empréstimos fornecidos pelo sistema financeiro sequer atinge 5%. Embora esta razão tenha dobrado até 1971, em nenhum superou os valores registrados pelas “financeiras”.

Tabela I: Empréstimos do setor financeiro ao setor privado: participação de cada segmento no total de empréstimos e taxa de crescimento real % (Em Cruzeiros de 1977)

ITENS/ANOS	1967		1968		1969		1970		1971	
	Participação	Taxa de crescimento (%)	Participação	Taxa de crescimento (%)	Participação	Taxa de crescimento (%)	Participação	Taxa de crescimento (%)	Participação	Taxa de crescimento (%)
<b>Sistema Monetário</b>	<b>73,2</b>	<b>21,3</b>	<b>66,6</b>	<b>39,9</b>	<b>64,2</b>	<b>20,1</b>	<b>60,0</b>	<b>14,0</b>	<b>56,8</b>	<b>21,0</b>
Banco do Brasil	21,9	8,1	23,2	62,5	24,0	29,0	23,2	17,8	22,2	22,2
Bancos Comerciais Oficiais	16,4	23,9	13,0	21,6	20,1	20,1	11,9	15,2	10,1	9,3
Privados	34,8	30,1	30,4	34,4	27,6	13,3	24,9	10,2	24,5	25,5
<b>Sistema Não Monetário</b>	<b>26,8</b>	<b>53,9</b>	<b>33,4</b>	<b>91,4</b>	<b>35,8</b>	<b>33,5</b>	<b>40,0</b>	<b>36,3</b>	<b>43,2</b>	<b>38,0</b>
Financeiras	10,4	21,2	12,5	84,8	10,2	2,1	9,9	18,3	12,6	62,7
<b>Bancos de Investimentos</b>	<b>4,8</b>	<b>348,8</b>	<b>5,4</b>	<b>72,5</b>	<b>7,5</b>	<b>74,3</b>	<b>8,4</b>	<b>36,8</b>	<b>9,5</b>	<b>43,7</b>
BNH (líquido)	1,9	227,7	3,3	163,8	4,4	67,6	5,7	56,4	5,7	28,3
Sociedades de Crédito Imobiliário	1,2	3717,9	2,5	213,3	3,0	49,6	3,5	40,8	3,5	43,9
APES	-	-	-	-	0,4	361,6	0,5	61,6	0,5	36,8
Caixas Econômicas Federais	3,9	21,5	3,7	46,6	3,4	14,7	4,7	67,6	4,7	27,3
Caixas Econômicas Estaduais	1,5	23,0	1,3	38,8	1,6	48,7	1,9	49,3	1,9	30,0
BNDE (líquido)	2,6	10,4	3,4	99,6	3,9	43,0	4,0	25,7	2,8	-12,6
Bancos Estatais de Desenvolvimento	0,2	23,9	0,9	603,0	0,9	35,2	1,0	30,2	1,1	42,0
BNCC	0,3	18,1	0,3	42,1	0,6	29,9	0,2	-13,4	0,2	16,9
Total	100,00	28,70	100,00	53,70	100,00	24,60	100,00	22,00	100,00	27,80

Fonte: Boletim do Banco Central, novembro de 1980. Adaptado de ZINI (1982)

Ainda de acordo com o desenho reformista original, os bancos de investimento deveriam se concentrar nas operações de horizontes dilatados. Estes agentes econômicos executariam o financiamento dos investimentos produtivos. Estas operações, por sua vez, estariam lastreadas à captação de depósitos à prazo e recursos externos. Estes objetivos iniciais foram, com o

passar do tempo, sendo relegados uma vez que os bancos de investimentos também participaram do processo de encurtamento de prazos que assolou toda a atividade financeira no final da década de 60.

Como afirma ZINI (1982) os bancos de investimentos foram beneficiados por importantes flexibilizações jurídicas que propiciaram a redução dos prazos de suas operações passivas e ativas. No tocante à captação de recursos, inicialmente estendeu-se para estes estabelecimentos privados o direito de realizar operações com letras de câmbio, as quais representavam, claramente, recursos de curto prazo. Posteriormente o Governo Castello Branco permitiu a diminuição da temporalidade dos depósitos a prazo

A contração dos prazos de vencimento das obrigações contraídas teve como contrapartida a redução temporal das operações ativas destas instituições. Este processo de encurtamento de prazos, é importante frisar, contou com o apoio governamental. O poder central autorizou/flexibilizou a atuação dos bancos de investimento no setor de crédito de médio prazo. A partir de então, ao invés de fornecerem “ crédito de longo prazo e underwritings, (os bancos de investimentos) tenderam a se concentrar em financiamentos para capital de giro” (ZINI, 1982, p.361), encampando o compartimento originalmente reservado para as “financeiras”.

Ainda segundo ZINI (1982), a atuação dos bancos de investimentos no mercado de capitais também pode ser considerada vexatória em comparação aos intentos originais. Estas instituições praticamente não se interessaram em exercer a função de grandes atacadistas de ações. Em síntese, o serviço de subscrição de títulos de renda variável foi subutilizado. No auge da Bolsa de Valores em 1971, os títulos absorveram a quantia máxima de 14,4% do ativo dos bancos de investimentos. Esta participação, que já não era muito relevante, recuou ainda mais no decorrer da década de 70.

O desvirtuamento da atuação dos bancos de investimentos, em relação aos intentos originais das Reformas Financeiras contribuiu para o fracasso da tentativa de dinamização do mercado de capitais. Segundo ALMEIDA (1980), o crescimento surpreendente da Bolsa de Valores no início dos anos setenta arrefeceu no desenrolar da década. Na prática, as medidas reformistas foram incapazes de engendrar as condições necessárias para propiciar um crescimento consistente da Bolsa de Valores. Com relação ao crescimento da oferta de ações, os incentivos fiscais mostraram-se insuficientes para ampliar o processo de fragmentação do capital das empresas. No tocante à demanda por ações, a concorrência de títulos da dívida pública, rentáveis e seguros, inibiu a procura por títulos de renda variável.

Em síntese, podemos concluir que a intermediação de recursos no país é dinamizada após o golpe militar mas mantém algumas das principais características anteriores às Reformas Financeiras: enfoque nas operações de curto e médio prazo, raquitismo do mercado de capitais, aprofundamento da dependência de recursos externos, busca de ganhos especulativos e inflacionários, pré-fixação, avanço do processo de concentração. A única forma em que se consegue estabelecer um alargamento de prazos na captação é pela via da poupança compulsória” (CORRÊA, 1995 ,p.155), como, por exemplo, no caso do FGTS. Assim:



Na configuração que se efetiva, não se altera, de fato, a forma de financiamento do investimento. Como vimos, há uma redução generalizada de prazos por parte dos intermediários financeiros privados, sendo que não se institui nenhum ativo financeiro que dissesse respeito diretamente ao referido financiamento. O financiamento a longo prazo, contrariamente ao disposto na Reforma, acaba recaindo para o Estado nos moldes anteriores: via BNH, para a construção civil; via Banco do Brasil, para o crédito agrícola e via BNDE, para o financiamento da indústria. A abertura para a entrada do capital estrangeiro permite que a outra fonte de financiamento a longo prazo seja constituída pelos empréstimos externos (CORRÊA, 1995, p.155).

Como salienta a citação acima, o montante de crédito destinado ao financiamento das inversões produtivas limitou-se, praticamente, aos recursos providos pelo BNDE. Portanto, a evolução do crédito de longo prazo no período posterior ao governo Castelo Branco foi vexatória, uma vez que os financiamentos concedidos pelo banco de desenvolvimento público – conforme demonstra a Tabela I - sequer atingiram 5% do total dos empréstimos fornecidos ao setor privado.

### **Seção III: o debate sobre as Reformas Financeiras do PAEG**

Conforme demonstramos na seção anterior, a evidência empírica revela o fracasso das reformas financeiras no tocante à criação de um sistema nacional privado de financiamento de longo prazo. Este fracasso inclui dois pontos fundamentais: i) os bancos de investimentos não se tornaram “ofertantes ou intermediários de fundos de longo prazo, mas sim de capital de giro, atuando, portanto, de forma semelhante a simples bancos comerciais” (HERMANN, 2003, p.242); ii) o mercado de capitais não representou uma fonte de financiamento importante para as empresas.

Grosso modo, pode-se dividir as explicações para o fracasso da constituição de um núcleo endógeno privado de financiamento de longo prazo no Brasil do PAEG em dois grupos: um primeiro formado por autores defensores das reformas do período e um segundo formado pelos críticos às reformas. No próximo item, efetuaremos um levantamento dos argumentos dos economistas que compunham a equipe de planejamento do Governo Castelo Branco. O tópico seguinte apresenta as explicações dos críticos ao Plano.

#### *3.1 Interpretações dos gestores do PAEG sobre os resultados das Reformas Financeiras*

De acordo com os economistas que compunham a equipe econômica do governo Castelo Branco a inflação representou a principal causa do fracasso da tentativa de elaboração de um sistema nacional privado de financiamento de longo prazo:

A lei do mercado de capitais, conquanto tenha suscitado o desenvolvimento da tecnologia do underwriting, e a formação de quadros nos bancos de investimento, falhou no propósito principal de desenvolver um mercado privado de poupança de longo prazo, como alternativa e/ou complemento do crédito público do BNDE.

A responsabilidade principal cabe, sem dúvida, à persistência, e posterior agravamento, do fenômeno inflacionário e, secundariamente, ao

não aproveitamento, pelo mercado, das virtualidades da lei do Mercado de Capitais (CAMPOS, 1994,p.678).

Segundo CAMPOS (1994), a despeito da racionalidade da política de estabilização, a persistência de alguns focos inflacionários contribuiu para a perpetuação de algumas características comportamentais do período anterior à “Revolução de 1964”. Estes comportamentos individuais típicos de uma cultura inflacionária e o estabelecimento de “contratos financeiros de horizonte de cinco ou dez anos são eventos mutuamente exclusivos, enquanto a motivação das partes contratantes for o lucro”(MOURA DA SILVA, 1979, p.68). De acordo com esta visão, o encurtamento de prazos provocado pela inflação representa um ajuste natural decorrente da tentativa - por parte dos agentes econômicos – de se evitar possíveis perdas patrimoniais. Ainda segundo CAMPOS (1994), a introdução da correção monetária não conseguiu romper este ciclo vicioso. Em virtude destes fatos as operações financeiras de longo prazo reservadas aos bancos de investimentos (tanto a captação de recursos quanto a concessão de financiamentos) foram inviabilizadas.

Em consonância com a linha de pensamento exposta no parágrafo anterior, SIMONSEN (1970) ressalta o impacto negativo exercido pela inflação crônica sobre o desenvolvimento do mercado acionário. Segundo este raciocínio, a persistência dos problemas inflacionários acentuava as flutuações de curto prazo dos preços das ações e, por consequência, ampliava o risco das aplicações em títulos de renda variável. Estas características tendiam a afugentar poupadores potenciais. Neste contexto, as preferências individuais se orientariam, sobretudo, para opções mais conservadoras de investimento, como os títulos da dívida pública com correção monetária.

Uma segunda questão referente ao financiamento de longo prazo, introduzida por CAMPOS & SIMONSEN (1974) e posteriormente retomada por MOURA DA SILVA (1978), diz respeito ao efeito inibidor do estatismo econômico sobre a evolução dos bancos de investimento e do mercado de capitais. Este estatismo se manifestava sob dois aspectos. O primeiro vinculava-se à persistência da presença exagerada do Estado nas atividades financeiras. No tocante à captação de recursos, o Estado concorria ferozmente com os agentes privados. A consequente concentração de recursos no lado da captação igualmente determinava a presença dominante das agências do “Estado no lado das aplicações de recursos financeiros. Aplicações estas que são predominantemente administradas através de um amplo sistema de crédito seletivo e, não raro, aplicadas a juros reais negativos” (MOURA DA SILVA, 1978, p.67). De acordo com este raciocínio, a vigência deste sistema estatal de crédito seletivo e subsidiado inibiu o crescimento da demanda por financiamentos privados de longo prazo e também desestimulou o processo de abertura de capital das empresas nacionais.

Um segundo aspecto do estatismo, ainda de acordo com MOURA DA SILVA (1978), dizia respeito ao binômio protecionismo/dirigismo estatal. O caráter protecionista da política tarifária e os intrincados esquemas de incentivos e isenções fiscais direcionados aos investimentos considerados prioritários pelo Estado possibilitaram a elevação da lucratividade das empresas nacionais. Diante destas circunstâncias favoráveis, os grupos empresariais brasileiros tornaram-se cada vez mais reticentes em recorrer ao mercado creditício e/ou efetuar a abertura do capital.

BULHÕES (1990) identifica na estrutura do sistema fiscal brasileiro a principal causa do desempenho decepcionante do mercado acionário no período posterior a 1964. Segundo o ex-Ministro da Fazenda, a estrutura do Imposto de Renda favorece a contratação de empréstimos bancários ao mesmo tempo que penaliza as captações de recursos mediante a emissão de ações. Quando uma empresa toma um empréstimo, ela possui a faculdade de deduzir da sua receita os juros pagos ao credor. Este artifício reduzirá o valor das obrigações relacionadas ao Imposto de Renda. No tocante às ações, a empresa, quando distribui dividendos, não pode deduzir do seu lucro os juros pagos aos acionistas:

Então aquilo é taxado duplamente: taxado na empresa e taxado quando o acionista recebe o dividendo. Ao passo que no caso dos empréstimos, (...) o imposto recai sobre o credor. A disparidade, portanto é evidente. Não há estímulo para o desenvolvimento do capital de risco (BULHÕES, 1990, p.176).

### *3.3 Interpretações heterodoxas a respeito dos resultados das Reformas Financeiras*

No campo dos autores mais críticos em relação ao PAEG, cabe destacar que as contribuições pioneiras de Maria da Conceição Tavares<sup>5</sup> já destoavam em aspectos decisivos de algumas perspectivas otimistas presentes nas análises econômicas da época. Em TAVARES (1971), por exemplo, a autora já percebe que a articulação entre a esfera financeira e a indústria não estava se estreitando, ou seja, não estava ocorrendo uma maior “conglomerção” que abarcasse as duas órbitas. Ademais, o mercado de capitais estava assolado pelo quadro especulativo. Este fato, além de não colaborar para sustentabilidade do milagre, poderia prejudicar as perspectivas de crescimento futuro.

No tocante ao significado global das mudanças institucionais do sistema financeiro, Conceição Tavares advoga que o principal legado das reformas consistiu na exacerbação do fenômeno denominado pela literatura marxista de financerização da riqueza. Neste caso, o surgimento de uma extensa gama de ativos financeiros, como as ORTN e as debêntures, potencializou a acumulação na esfera financeira. Muitas vezes os montantes acumulados nesta órbita eram destinados para a aquisição, em termos especulativos, de novos ativos financeiros. Portanto não ocorria a reconversão do capital em ativos reais, ou seja, ativos diretamente vinculados ao processo produtivo. Para corroborar a ocorrência deste descasamento entre a esfera financeira e a produtiva, a autora argumenta que, a despeito das reformas introduzidas e do decorrente crescimento do mercado de capitais, não se observou no período 1966-1970 uma mudança significativa da taxa de investimento-poupança:

A acumulação de ativos financeiros não tem, em primeira instância, uma relação direta com o processo macroeconômico de poupança-investimento porque não implica, necessariamente, a acumulação de ativos reais [...] Assim, por exemplo, dadas as condições de demanda existentes num determinado período, pode ser mais interessante tanto para os empresários como para os capitalistas, aplicar recursos numa dívida crescente de consumo, privada ou pública, em vez de ampliar a capacidade produtiva das empresas; nestas circunstâncias, se aceleraria o processo de acumulação de ativos financeiros sem

---

<sup>5</sup> Ver TAVARES (1967 e 1971).

contrapartida numa expansão equivalente dos ativos reais (TAVARES, 1971, p. 234-235).

TAVARES (1971) também sugere alguns elementos para pensar o desvirtuamento dos objetivos iniciais dos Bancos de Investimentos (dinamização do crédito de longo prazo): i) a estrutura de propriedade do capital; os setores mais dinâmicos da economia eram ocupados por oligopólios internacionais que prescindiam da presença dos bancos de investimento; ii) a cultura inflacionária presente no país que desestimulava tanto as captações quanto os empréstimos de prazos mais dilatados; iii) a regulação mais branda do mercado de capitais em relação aos demais países; este elemento, ao lado da alta perspectiva de lucratividade dos ativos financeiros de curto prazo, estimulou a orientação especulativa da atuação dos bancos de investimento.

A partir dos trabalhos pioneiros de Conceição Tavares, alguns críticos mais recentes do PAEG questionam mais frontalmente as concepções dos formuladores das Reformas de 1964-1967, inclusive no tocante aos reais objetivos do Plano. Segundo DAVIDOFF CRUZ (1994), não obstante a inexistência de instituições e instrumentos privados de financiamento de longo prazo, o capitalismo brasileiro apresentou notável dinamismo no período que vai do pós-guerra ao final dos anos setenta. Para o autor, as características relativas às estruturas de mercado e à propriedade do capital (estabelecidas durante o Plano de Metas) conformaram um padrão de financiamento que prescindiu da existência de um núcleo endógeno privado provedor de financiamentos de longo prazo.

De acordo com DAVIDOFF CRUZ (1994), a partir da década de cinquenta as empresas privadas industriais gozaram de certa estabilidade em suas fontes de financiamento. As empresas de capital estrangeiro situavam-se nos setores econômicos de maior densidade tecnológica, e, portanto, mais dinâmicos. A estrutura predominante oligopolista destes setores permitia a vigência de elevados mark-ups. Em consonância com este fato, estes grupos industriais eram beneficiados por incentivos governamentais diversos (fiscais, tributários, cambias) e por uma regulamentação salarial que favorecia a acumulação de capital. A confluência destes fatores possibilitava o autofinanciamento das inversões produtivas. Secundariamente as filiais das multinacionais contaram com o acesso privilegiado às linhas de crédito externas.

As empresas privadas nacionais - concentradas essencialmente nos setores mais tradicionais da economia - também não enfrentavam grandes problemas de financiamento. Os nichos de mercado ocupados pelos grupos nacionais não envolviam grandes indivisibilidades, e, por consequência, os novos investimentos não necessitavam de recursos vultosos. Estes montantes eram passíveis de serem atendidos pelos lucros retidos e/ou por financiamentos de curto prazo repactuados. Ademais, as empresas nacionais contaram com importantes subvenções governamentais: mercados protegidos, subsídios creditícios e fiscais. Desta forma, a “questão do financiamento dos investimentos privados foi resolvida com relativa facilidade e com grande autonomia em relação ao sistema financeiro interno” (DAVIDOFF CRUZ, 1994, p. 69).

Em síntese, para DAVIDOFF CRUZ (1994) dois fatores condicionaram o funcionamento distorcido dos Bancos de Investimento. Em primeiro lugar, os

grupos industriais privados – tanto as empresas estrangeiras quanto as nacionais - prescindiram de um núcleo endógeno privado provedor de financiamentos de longo prazo. Em segundo lugar, a realização destas operações de maturidade dilatada também não era interessante para as instituições financeiras. A insuficiência de demanda em consonância com a persistência do problema inflacionário tornava as operações creditícias de longo prazo extremamente arriscadas.

Raciocínio semelhante poderia ser aplicado ao mercado de capitais. As empresas de capital estrangeiro prescindiam desta fonte de capitalização doméstica, e, portanto, demonstraram pouco interesse pelas operações vinculadas à Bolsa de Valores. As grandes e médias empresas nacionais também não demandavam este mecanismo de centralização de capitais.

Nesta linha argumentativa, DAVIDOFF CRUZ (1994) não considera as Reformas Financeiras de 1964 um fracasso. Para o economista, o PAEG representou uma tentativa bem sucedida de remoção dos potenciais entraves ao processo de acumulação de capital após a industrialização pesada. Neste contexto, a elaboração de mecanismos para o financiamento do capital fixo das empresas não representava um elemento essencial. Em contrapartida, seria muito mais importante a dinamização do crédito para consumo, evitando que a debilidade da demanda por bens de alto valor agregado acarretasse limitações à acumulação de capital<sup>6</sup>. Um segundo interesse prioritário do setor produtivo estaria relacionado à dinamização das fontes de financiamento de capital de giro. Esta medida, por sua vez, garantiria a total ocupação da capacidade industrial instalada no país.

Vistas sob esta perspectiva mais ampla:

[...] as reformas financeiras foram exitosas, de vez que resolveram as duas questões prementes postas pelas transformações ocorridas no período anterior. Por um lado, as reformas recompuseram as condições de financiamento do setor público, exauridas pela aceleração inflacionária do início da década, e por outro, atenderam àquilo que era exigido pelos capitais privados, a saber: o alargamento do crédito ao consumo (DAVIDOFF CRUZ, 1994, p.72-73).

Ainda de acordo com os críticos do Plano, as contradições presentes no âmbito do próprio PAEG contribuíram para o fracasso de algumas modificações institucionais promovidas pelo governo Castello Branco. No tocante às Reformas Financeiras, CORRÊA (1995) aponta uma importante contradição entre o diagnóstico oficial e as medidas concretas adotadas: a equipe governista considerava que os limites internos à intermediação financeira decorriam de distorções causadas pela inflação e pelo estatismo. Esta visão, ao reconhecer a existência de potenciais poupadores, afastava a hipótese da existência de um hiato de recursos. No entanto, a despeito desta interpretação, os reformuladores procuraram incentivar – mediante alterações institucionais – a captação da

---

<sup>6</sup> Segundo DAVIDOFF CRUZ (1994) dois acontecimentos posteriores às Reformas de 64 corroboram esta hierarquização de interesses: i) o desinteresse apresentado pelos setores industriais (na teoria, os principais demandantes de crédito de longo prazo) frente às captações via bancos de investimento; ii) o sucesso da tentativa de dinamização do crédito para consumo, fenômeno cristalizado no êxito das “financeiras”, que logrou importante papel ao longo do Milagre Econômico.

poupança externa. Na prática, como se viu, procedeu-se à colagem do sistema financeiro doméstico a um sistema financeiro internacional que à época (final dos 1960 e início dos 1970) reorientava suas atenções para os países periféricos.

A consequência mais saliente do evento descrito acima teria sido a inviabilização da tentativa de constituição de um núcleo endógeno privado provedor de financiamentos de longo prazo. As mudanças institucionais empreendidas pelo governo Castelo Branco ampliaram o acesso ao crédito externo. Neste período, os empréstimos em moeda concedidos pelo Euromercado apresentavam taxas de juros diminutas, e, por consequência, impossíveis de serem reproduzidas pelo sistema financeiro doméstico. Em síntese, como ressalta CORRÊA (1995), a flexibilização das captações externas - em consonância com uma conjuntura internacional propícia ao endividamento externo - propiciou o vazamento da maior parte da (já exígua) demanda por crédito de longo prazo para fora. Esta ocorrência contribuiu enormemente para o fracasso do projeto original dos Bancos de Investimentos.

No mesmo sentido, mas com enfoque distinto, HERMANN (2003) aponta que embora o PAEG estabelecesse a dilatação dos prazos das operações financeiras como um objetivo prioritário das Reformas Financeiras, a atuação efetiva governamental se deu no sentido oposto. Em outras palavras, o governo contribuiu para a perpetuação da focalização das atividades financeiras nas operações de curto prazo. Os incentivos governamentais elaborados na esperança de propiciar um aumento das taxas reais de retorno – a instituição da correção monetária para ativos de renda fixa e de benefícios fiscais para os de renda variável – premiavam indistintamente as “aplicações de curto e de longo prazos, já que, por unidade de tempo, o benefício decorrente da correção monetária ou do abatimento de impostos era o mesmo para as aplicações curtas e longas” (HERMANN, 2003, p.246). Desta forma, não existia, na prática, qualquer vantagem relativa especial para as aplicações de longo prazo.

Ainda segundo HERMANN (2003, p.247), a elevada permissividade governamental em relação às pressões das instituições financeiras também contribuiu para o resultado das Reformas. Originalmente, os bancos de investimentos deveriam captar recursos mediante a emissão de títulos de longo prazo no mercado interno e/ou através da contratação de obrigações externas (a Lei 4728 vedava a emissão interna de passivos de curto e médio prazos). Estas instituições bancárias alegaram que as captações de longo prazo no mercado interno eram inviabilizadas pela vigência da inflação. O governo gradativamente cedeu a estas pressões, e, por consequência, empreendeu sucessivas flexibilizações na legislação. Estas alterações jurídicas distorceram completamente os intentos originais das Reformas através da extensão aos bancos de investimentos da permissão para a emissão interna de títulos de prazos mais curtos e/ou pré-fixados.

### **Considerações Finais**

Vistas pela perspectiva do sistema financeiro nacional, as Reformas de 1964 não podem ser consideradas um fracasso. Conforme ressalta MACARINI (2007), muitas das medidas adotadas pelo governo militar beneficiaram este setor: i) a acoplagem do sistema financeiro doméstico ao sistema financeiro internacional potencializou os ganhos com a arbitragem de juros; ii) a introdução da correção monetária possibilitou a superação de alguns entraves à

intermediação financeira impostos pela lei da usura; iii) a reformulação do mercado de capitais ampliou os ganhos especulativos bancários; iv) a criação das ORTNs - títulos públicos protegidos contra a inflação rapidamente absorvidos pelas instituições financeiras – introduziu uma nova fonte rentável e segura para as operações ativas dos bancos. A confluência destes fatores propiciou a expansão do setor financeiro privado nacional. O crescimento das operações financeiras e, por conseqüência, a evolução da lucratividade deste setor atingiram patamares até então inéditos.

Dentro desta perspectiva mais ampla, duas conclusões se evidenciam: do ponto de vista do capital bancário, as Reformas Financeiras, ao propiciarem o robustecimento do sistema financeiro, foram profundamente exitosas. Em segundo lugar, no início da década de 60, aparentemente, nenhum grupo capitalista situado no país apresentava grande interesse pela proposta de dinamização do crédito de longo prazo. Dado este cenário, não se admira, durante a implementação do PAEG, a proporção reduzida dos esforços – tanto públicos quanto privados - destinados à materialização desta proposta.

A partir destas conclusões centrais/gerais devemos nos posicionar sobre o debate em torno dos resultados das Reformas Financeiras. Em geral, escassas foram as considerações dos gestores do Plano sobre o afastamento dos resultados em relação às promessas originais. Por exemplo, as questões relacionadas à atuação efetiva dos bancos de investimentos ocupam uma posição marginal nas obras de R. Campos e M. Simonsen (estes autores focalizam a discussão de outros elementos referentes as Reformas, sobretudo a política de estabilização). Além da escassez bibliográfica, as raras interpretações destes autores sobre o tema tendem a ser muito simplistas, centradas quase que exclusivamente na reprodução de alguns jargões ortodoxos/liberais a respeito dos supostos efeitos inibidores da inflação e do estatismo sobre a proliferação das operações de débito e crédito de longo prazo no Brasil. Em síntese, embora a inflação possa ter influenciado negativamente o desenvolvimento das operações de longo prazo, consideramos os argumentos defendidos pelos gestores do PAEG insuficientes para explicar o fracasso dos objetivos originais dos bancos de investimentos.

Em contraposição à postura omissa e na maioria das vezes simplista dos gestores do PAEG em relação aos resultados das Reformas Financeiras, as críticas de autores heterodoxos apresentam tanto uma bibliografia mais ampla quanto uma densidade teórica mais vasta. De acordo com a perspectiva adotada pelos críticos do Plano, o afastamento das atividades dos bancos de investimento dos intentos reformistas originais deve ser entendido como produto de traços estruturais do desenvolvimento capitalista brasileiro (tais como a baixa propensão das empresas privadas nacionais e estrangeiras ao uso de recursos de terceiros para financiar o investimento) e da opção política do regime militar pela aliança com o capital financeiro internacional. À luz da evidência empírica, acreditamos que estas interpretações críticas explicam melhor o fracasso das medidas de dinamização do crédito de longo prazo após o Golpe Militar.

## **Bibliografia**

- ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes *As Financeiras na Reforma do Mercado de Capitais: o descaminho do projeto liberal*. Campinas: Unicamp – IE, 1980 (Dissertação de Mestrado).
- ASSIS, J. Carlos & TAVARES, Maria da Conceição “O Sentido da “Revolução” de 64: A Modernização Autoritária”.In:\_\_\_ *O Grande Salto para o Caos*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1985.
- BULHÕES, Octávio Gouvêa *Octávio Gouvêa Bulhões ao CPDOC*. Brasília: Parceria Banco Central do Brasil e Editora FGV, 1990
- CAMPOS, Roberto & Simonsen, Mario Henrique *A nova economia brasileira*. Rio de Janeiro: Livraria José Olympio Editora S.A, 1974.
- CAMPOS, Roberto *A Lanterna na popa*. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994.
- CORRÊA, VANESSA PETRELLI *A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento*. Campinas: Unicamp – IE, 1995 (Dissertação de Mestrado).
- DAVIDOFF CRUZ, Paulo Roberto “Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira”. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.3, p. 65-80, dez. 1994.
- HERMANN, Jennifer “Financiamento de Longo Prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil”. In: João Sicsú, José Luís Oreiro, Luiz Fernando de Paula (orgs) *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Rio de Janeiro: Manole, 2003. p.241-293.
- LOPREATO, F.L.C. *O Colapso das finanças estaduais e a crise da federação*. São Paulo. Ed. Unesp: Unicamp. 2002
- LOPREATO, F. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. Campinas: Unicamp – IE, 2011 (Tese de Livre Docência)
- MACARINI, José Pedro “A política bancária do regime militar: O Projeto de Conglomerado”. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.16, n.3(31), 343-369, dez. 2007.
- MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA (MPCE) *Plano de Ação Econômica do Governo 1964/1966*. Brasília, nov 1964.



MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO E COORDENAÇÃO ECONÔMICA (MPCE)  
“Política Monetária e Mercado de Capitais”. In: \_\_\_\_ *Plano Decenal de  
Desenvolvimento Econômico e Social*. Brasília, 1967.

MOURA DA SILVA, Adroaldo *Intermediação Financeira no Brasil: origens,  
estrutura e problemas*. São Paulo: USP – FEA, 1978

OLIVEIRA, Fabrício Augusto *A reforma tributária de 1966 e a acumulação de  
capital no Brasil*. São Paulo: Ed. Brasil Debates, 1981 (Coleção Brasil  
Estudos, n.3 ).

SAES, Décio “ Estado e classes sociais no capitalismo brasileiro dos anos  
70/80”. In: \_\_\_\_ *República do Capital*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2001.

SIMONSEN, Mario Henrique “A política Antiinflacionária do PAEG 1964/1969”.  
In: \_\_\_\_ *Inflação: gradualismo versus tratamento de choque*. Rio de  
Janeiro: APEC Editora, 1970.

TAVARES, Maria da Conceição (1967) “Notas sobre o problema do  
financiamento numa economia em desenvolvimento – o caso do Brasil”.  
In: \_\_\_\_\_. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro:  
ensaios sobre economia brasileira*. 11ª edição. Rio de Janeiro: Zahar  
Editores, 1983.

\_\_\_\_\_. (1971) “Natureza e contradições do desenvolvimento financeiro recente.”  
In: \_\_\_\_\_. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro:  
ensaios sobre economia brasileira*. 11ª edição. Rio de Janeiro: Zahar  
Editores, 1983. 3ª edição.

ZINI, Álvaro Antônio Junior *Uma avaliação do setor financeiro no Brasil: da  
reforma de 1964/1965 à crise dos anos oitenta*. Campinas: UNICAMP –  
IFCH, 1982.