

TAMÁS SZMRECSÁNYI
&
WILSON SUZIGAN
(Organizadores)

HISTÓRIA ECONÔMICA DO BRASIL CONTEMPORÂNEO

Coletânea de textos apresentados no
I Congresso Brasileiro de História Econômica
(Campus da USP, setembro de 1993)

Gilberto Peres
abril 1997

EDITORA HUCITEC

Associação Brasileira de Pesquisadores em História Econômica
São Paulo, 1997

Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz
Instituto de Economia da UNICAMP

CAPITAIS EXTERNOS E O FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO NO BRASIL¹

O capitalismo brasileiro, a despeito de suas desigualdades e contradições, apresentou notável dinamismo no período que vai do pós-guerra ao final dos anos setenta. Ao longo dessa ampla fase expansiva, a base industrial do País sofreu profundas transformações, com a implantação e a consolidação do setor de bens duráveis de consumo e de importantes segmentos do setor de bens de produção. No tocante às inversões industriais, tal processo compreendeu dois momentos privilegiados, a saber: o primeiro, na segunda metade dos anos cinqüenta, quando foram assentados os pilares básicos do padrão que se estava internacionalizando através das empresas dos países cêntricos, na década dos setenta, quando, por iniciativa estatal, consolidaram-se determinados segmentos das indústrias metalmeccânica e química, nucleares do padrão antes referido (Furtado, 1990).

Essas transformações na base produtiva foram acompanhadas, como seria de se esperar, por um significativo desenvolvimento financeiro expresso na proliferação das relações de débito-crédito, na diversificação dos ativos não-monetários, na multiplicação das instituições financeiras, etc. Na verdade, transitou-se — e nisso as reformas de 1965/67 foram decisivas — de um sistema pouco diferenciado, apoiado nos bancos comerciais e em algumas agências públicas de fomento, para um sistema mais complexo que se

¹ Uma versão menor deste trabalho intitulada "Notas sobre o financiamento de longo prazo na Economia Brasileira de pós-guerra", foi publicada em *Economia e Sociedade*, nº 3, dez. 1994, p. 65-80

propunha a internacionalizar o financiamento das empresas e das famílias (Sochaczewski, 1980). Contudo, esse desenvolvimento pouco contribuiu para a estruturação de instituições e de instrumentos privados de financiamento de longo prazo. Ao final do período, não obstante a criação dos bancos de investimento, os incentivos ao mercado acionário, etc., o financiamento privado de longo prazo continuou a ser apontado como a grande lacuna do sistema financeiro nacional.

Dados tais contornos, o presente trabalho apresenta algumas reflexões sumárias sobre as seguintes questões:

- a) como foi possível à economia brasileira avançar rumo aos setores nucleares do paradigma industrial dominante no período — metalmeccânico, eletroeletrônico, químico, etc. — sem contar com as bases de financiamento antes referidas;
- b) porque fracassou o intento de organizar o mercado de capitais empreendido nas reformas de 1965/67; e
- c) quais foram as principais conseqüências da crise da dívida externa sobre os esquemas de financiamento nos anos oitenta e noventa.

1.

O exame das formas de financiamento do investimento em capital fixo na economia brasileira requer, do nosso ponto de vista, o destaque preliminar de algumas características centrais do padrão industrial gestado nos anos cinquenta e consolidado nas décadas seguintes. Referimo-nos aqui especificamente às estruturas do mercado e à distribuição da propriedade do capital, variáveis fundamentais na conformação dos esquemas de financiamento que estiveram presentes nos ciclos expansivos do capital industrial.

Quanto às estruturas de mercado, cumpre registrar, desde logo, os elevados índices de concentração industrial resultantes da dominância de formas oligopólicas nos principais setores manufatureiros. Por um lado, os setores novos, implantados na fase da industrialização pesada, já nasceram oligopolizados, quer sob a forma de oligopólios diferenciados — automotriz e material elétrico, por exemplo —, quer sob a forma de oligopólios puros — insunhos básicos homogêneos e equipamentos pesados padronizados. Por outro lado, diversos segmentos das indústrias tradicionais

de bens não-duráveis de consumo, sujeitos a processos de modernização e de concentração no início dos anos cinquenta, também assumiram formas oligopólicas, mais assemelhadas nesse caso aos oligopólios competitivos (Tavares, 1975; Gonçalves, 1979).

Como regra geral, naqueles anos todos, os oligopólios da indústria brasileira contaram, além das barreiras à entrada que lhes são inerentes, com barreiras legais proporcionadas pelo instituto da reserva de mercado. Sob tais condições, e este é um ponto a reter, a formação dos preços industriais comportou, ao longo da história recente, expressivas margens de poupanças internas. São eloqüentes, a respeito, os resultados de pesquisa que indicam um *mark-up* médio na indústria de transformação brasileira, ao longo da década de setenta, muito superior àquele verificado na média da indústria dos países de capitalismo central (Furtado, 1990)?

Já no tocante à propriedade do capital, interessa-nos recordar o papel essencial assumido pelas empresas de capital estrangeiro e pelas empresas estatais desde o início da industrialização pesada. Na verdade, as filiais de grandes empresas internacionais dominaram, desde a gênese, os setores industriais mais dinâmicos e estiveram presentes em quase todos os demais setores da indústria de transformação. Para ilustrar esse ponto, basta lembrar que a pesquisa realizada pela Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), sobre as empresas-líderes na estrutura industrial brasileira, relativa ao início dos anos setenta, mostrou que os grupos internacionais dominavam, de forma absoluta, os setores produtores de bens de consumo durável e estavam presentes, de forma decisiva, nos setores de bens de capital, onde respondiam por mais de 50% do valor da produção dos estabelecimentos-líderes. Além disso, as filiais das empresas internacionais preponderavam na produção de importantes segmentos das indústrias alimentar, têxtil e do vestuário, detendo também a dominância na produção de fumo, de fármacos, e de perfumes e afins. Sua presença era igualmente crucial

² A *proxy* utilizada na referida pesquisa é dada pelo quociente entre o valor da produção e a soma dos custos de matérias-primas e salários, inclusive os salários dos trabalhadores não-diretamente ligados à produção. O valor médio encontrado para o Brasil, na década de setenta, foi da ordem de 1,50 enquanto que para os países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) tal coeficiente foi de cerca de 1,24.

em destacados segmentos de indústrias intermediárias como química pesada, metalurgia, papel e celulose, minerais não-metálicos, etc. (FINEP, 1978).

As empresas estatais coube, por sua vez, o papel complementar de suprir os serviços de infra-estrutura e de produzir bens intermediários de uso generalizado (Abrahames, 1977; Dain, 1980; Suzigan, 1976). Numa clara divisão de atribuições, as entidades públicas concentraram suas atividades em setores de elevados requerimentos de capital por unidade de produto e/ou de longos períodos de maturação dos investimentos — tais como hidroelétricas, usinas siderúrgicas, produção e refino de petróleo, etc. Já as empresas de capital nacional desentranharam um papel nitidamente secundário nessa fase de industrialização pesada. Na verdade, o capital nacional, além de buscar formas de convivência com o grande capital internacional no interior da indústria de transformação, tratou de reservar espaços exclusivos de valorização em outras órbitas como o setor bancário, a engenharia de projetos, construção civil, etc. (Lessa & Dain, 1982; Cardoso, 1977).

2.

Estas características, relativas as estruturas de mercado e à propriedade do capital, são decisivas, do nosso ponto de vista, para a compreensão das formas de financiamento do investimento na longa fase expansiva que vai dos anos cinqüenta ao final dos anos setenta. Vejamos, inicialmente, como a questão do financiamento se configurou para o setor privado ou, mais especificamente, para as empresas privadas que lideraram o crescimento industrial no período. Tais empresas contaram com duas fontes básicas para a expansão de suas inversões, a saber: o autofinanciamento e o acesso a capitais do exterior.

A importância dos fundos internos já havia sido apontada em estudos realizados nos anos sessenta sobre o processo de industrialização no Brasil. Assim, a análise de balanços consolidados de sociedades anônimas industriais relativas ao período 1954/61, que compreende o *boom* expansivo do Plano de Metas, já demonstrava o predomínio das fontes internas no financiamento das inversões industriais (Baer, 1966; Tavares, 1972). Estudos mais recentes relativos ao *boom* expansivo dos anos setenta, reafirmaram tais

resultados. De fato, dados extraídos das declarações do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas evidenciaram não só a importância das fontes internas no período 1972/75, como também o destacado potencial de autofinanciamento das grandes empresas, dado — principalmente — o maior peso dos fundos de depreciação do capital fixo. Para ficar em alguns poucos exemplos, registre-se que o coeficiente entre os recursos próprios e os investimentos brutos das grandes empresas assumiu os seguintes valores na média dos anos 1972/1975: indústria de material de transportes, 1,27; indústria mecânica, 1,46 e indústria de material elétrico e de comunicações, 1,39 (Filardo, 1980; Calabi *et al.*, 1981)³.

O poder de autofinanciamento demonstrado pelas grandes empresas industriais no País está associado — além das estruturas de mercado já comentadas — aos regimes salariais prevalentes ao longo do período estudado. Com efeito, a despeito das inúmeras mudanças nas regras de remuneração dos trabalhadores, os salários reais não conseguiram acompanhar — salvo exceções localizadas — o forte incremento de produtividade verificado na indústria de transformação no período de meados dos anos cinqüenta ao final dos anos setenta (Medeiros, 1993; Considera, 1981). Ressalte-se, por outra parte, que o processo inflacionário crônico representou, no período estudado, um importante mecanismo redistribuidor a favor das grandes empresas, seja no interior do setor industrial seja entre os distintos setores da economia. Não bastasse isso, a ação governamental, através das mais variadas benesses cambiais, fiscais, tarifárias e creditícias, também tratou de garantir a lucratividade das grandes empresas industriais (Lessa, 1975; Suzigan *et al.*, CEPAL, 1979).

Os recursos do exterior representaram, por seu turno, uma fonte complementar particularmente significativa para as empresas de capital estrangeiro. Concretamente, tais empresas dispuseram, para seus programas de inversão, de recursos sob a forma de capital

³ Os recursos próprios foram definidos, na citada pesquisa, como sendo a soma dos lucros retidos mais as depreciações e amortizações e menos a receita, ou mais a despesa oriunda da manutenção do capital de giro próprio. Note-se que os resultados acima referem-se à capacidade potencial de autofinanciamento, sendo compatíveis, portanto, com o uso de recursos de terceiros, dependendo da relação entre os custos de captação e a remuneração esperada das possíveis aplicações.

de risco, de financiamento às importações e de empréstimos em moeda. No *boom* expansivo dos anos cinquenta, predominaram os investimentos diretos e o financiamento às importações (Lessa, 1975). Já nos anos setenta, num contexto de grande expansão das atividades bancárias internacionais, prevaleceram os empréstimos em moeda (Cruz, 1984).

Como é sabido, a utilização de recursos do exterior pelas filiais de empresas internacionais é determinada tanto pelas estratégias globais das matrizes como pelas condições internas de concorrência e de valorização dos capitais. No caso dos empréstimos em moeda, as empresas estrangeiras sempre gozaram — *vis à vis* às empresas de capital nacional — de muitas vantagens diferenciais, já que seu acesso potencial a tais recursos pouco tem a ver com o tamanho da filial, estando assentado no peso e nas decisões estratégicas da matriz. Isso significa que as filiais sempre tiveram o acesso virtual a um volume de capitais de empréstimo muito superior ao que seria dado pelo princípio do risco (Tavares, 1975).

Mais ainda, cabe assinalar que, sob o argumento da necessidade de poupanças externas e/ou sob o pretexto de se evitar o estrangulamento cambial — efetivo ou potencial —, as autoridades governamentais concederam, via de regra, os mais variados estímulos ao ingresso e à lucratividade dos capitais externos. Para exemplificar, basta lembrar a Instrução 113 da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) nos anos cinquenta, o dispositivo dos *swaps* no início dos sessenta, a legislação e a política econômica favoráveis aos empréstimos em moeda ao longo dos anos setenta, etc. (Cruz, 1984)⁴.

3.

Ora, se a questão do financiamento dos investimentos privados, particularmente os realizados por empresas estrangeiras, foi resolvida com relativa facilidade e com grande autonomia em relação ao sistema financeiro interno, o mesmo não ocorreu com

⁴ Parcela significativa dos recursos mobilizados pelas empresas estrangeiras sob a forma de empréstimos em moeda, nos anos setenta, nada mais foi do que investimento direto buscando gozar as vantagens oferecidas pela legislação brasileira quanto a capitais de empréstimo

os investimentos sob responsabilidade do setor público. Conforme já foi assinalado, as empresas e autarquias públicas especializaram-se na produção de bens e serviços de uso generalizado, em apoio aos capitais privados. Dada a própria natureza de suas atividades produtivas, as entidades públicas requereram, usualmente, a mobilização de volumes significativos de recursos para a realização de seus projetos de expansão de capacidade.

Todavia, e a despeito de ocuparem, às vezes, posições monopolísticas, tais entidades raramente praticaram políticas de preços e tarifas capazes de proporcionar elevadas margens de autofinanciamento. Pelo contrário, além dos limites à lucratividade dados pela natureza intensiva em capital, a regra histórica foi a imposição, pelo governo central, de políticas de preços e tarifas subordinadas aos objetivos de concessão de subsídios às empresas industriais privadas e/ou de contenção do processo inflacionário nas conjunturas mais críticas. Operando sob tais condições, as empresas e autarquias, diferentemente das empresas de capital privado, defrontaram-se, sistematicamente, com a necessidade de forte apoio de fontes externas de financiamento. Além de dependerem regularmente da transferência de recursos do Tesouro Nacional, as entidades públicas tornaram-se, desde logo, importantes demandantes de crédito de longo prazo.

Durante mais de uma década, ao longo dos anos cinquenta e até o início dos anos sessenta, coube a uma agência financeira pública — o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE) — o papel de principal provedor de créditos aos projetos das estatais e autarquias. Fundado em 1952, com o objetivo de apoiar financeiramente investimentos em infra-estrutura e nas indústrias de base, o BNDE desempenhou uma função essencial no *boom* expansivo do Plano de Metas mediante a oferta de créditos de longo prazo em moeda local e o aval, direto ou em nome do Tesouro, em empréstimos em moeda estrangeira (Viana, 1981).

Na verdade, nos dez anos que seguiram à sua fundação, o BNDE operou precipuamente como um banco do setor público, financiando os projetos de transportes, energia elétrica e siderurgia desenvolvidos pelas empresas estatais e autarquias. Os recursos mobilizados pelo Banco provinham, basicamente, de um adicional sobre o imposto de renda e das reservas técnicas das companhias de seguro e de capitalização. Os empréstimos em moeda local, cujos prazos de amortização chegavam a vinte anos, eram fortemente

subsidiados, o que é atestado pelas taxas médias de juros nominais — da ordem de 10% a.a., praticados no período 1956/61⁵. Note-se, entretanto, que a aceleração inflacionária observada no período, ao mesmo tempo em que ampliava os subsídios creditícios, aumentava a defasagem dos preços e das tarifas públicas — notadamente de transportes e de comunicações e, em menor escala, de aço e de energia elétrica — dificultando o próprio financiamento corrente das entidades do Governo (Lessa, 1975)⁶.

A estreita solidariedade entre o BNDE e as entidades públicas foi rompida após o golpe militar de 1964, quando o Banco deixou, progressivamente, de financiar o setor público e passou, cada vez mais, a destinar seus recursos ao setor privado. Para evidenciar tal mutação, basta lembrar que, até o golpe militar, o setor público havia absorvido cerca de 90% dos recursos liberados pelo BNDE, enquanto que por volta da época do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) esse percentual estava reduzido a menos de 20% (Najberg, 1989).

A desvinculação financeira das entidades públicas dos recursos do BNDE, promovida pelos governos militares, esteve associada, num primeiro momento, à política de realismo tarifário que propôs, durante um breve intervalo de tempo, elevados coeficientes de autofinanciamento dos investimentos. Com efeito, estudos sobre o comportamento das empresas públicas federais mostram que as políticas de preços e tarifas exercidas no auge do *boom* expansivo do início dos anos setenta permitiram gerar fundos internos capazes de financiar expressivas parcelas do gasto em capital fixo. O apogeu desse processo deu-se em 1973, quando o coeficiente de autofinanciamento aproximou-se da marca dos 90% (Werneck, 1990). Não é demais lembrar que o chamado realismo tarifário foi praticado no contexto de amplas mudanças de preços relativos efetuados

após 1964, no qual a contenção dos salários de base foi convertida em peça central da política antiinflacionária (Medeiros, 1993).

Contudo, no período imediatamente seguinte, em plena execução dos projetos do II PND — a maioria dos quais sob a responsabilidade de empresas públicas —, a política de preços e tarifas voltou a ser utilizada como instrumento antiinflacionário e como conduto de subsídios generalizados aos capitais privados, o que reperôs a necessidade de fontes externas para o financiamento dos projetos das estatais. Simultaneamente, por essa mesma época, a política de privatização dos recursos do BNDE era levada ao extremo, sob o argumento de que era chegada a hora do fortalecimento da perna fraca do tripé industrial brasileiro — qual seja, a empresa privada de capital nacional. Como se sabe, os empréstimos concedidos pelo BNDE a partir de 1974 — reforçados pelos recursos dos fundos compulsórios do Programa de Integração Social/Programa de Assistência ao Servidor Público (PIS/PASEP) — continham cláusulas contratuais que determinavam, ao fim e ao cabo, a doação patrimonial de parcela substantiva dos recursos envolvidos nas operações. Do total de recursos emprestados pelo Banco no período 1974-1979, estima-se que cerca de 75% tinham sido apropriados pelas empresas mútuas privadas através de diferentes mecanismos de subsídios (Najberg, 1989).

A brusca redução da capacidade de autofinanciamento das entidades públicas e a privatização dos recursos do BNDE foram promovidas num quadro em que as empresas estatais eram guindadas à posição de carro-chefe de um novo pacote de inversões. A solução de compromisso, capaz de compatibilizar o avanço das inversões estatais com a concessão de volumosos subsídios aos capitais privados, foi o endividamento externo. Com efeito, data dessa época o lançamento das empresas estatais no circuito internacional de crédito, contratando vultosos empréstimos em moeda, a juros flutuantes, junto aos bancos privados dos países centrais (Cruz, 1993).

Numa análise comparativa, é possível perceber, então, que as empresas e autarquias públicas estiveram longe de apresentar a estabilidade das fontes de financiamento mostrada pelas empresas de capital privado. Mais do que isso, nos dois períodos em que as entidades públicas foram chamadas a participar ativamente de blocos concentrados de inversão — na segunda metade dos anos cinquenta e na segunda metade dos setenta — sua capacidade de geração interna de recursos esteve comprometida pela política

⁵ Os documentos oficiais do Banco alegavam que tais taxas eram mais do que suficientes para cobrir os custos dos recursos captados, que eram de 5% a.a. para os depósitos compulsórios e de 6% a.a. para o adicional do Imposto de Renda. Alegavam, ainda, que representavam uma subvenção necessária dada a natureza das atividades financiadas.

⁶ Ressalte-se que, além dos empréstimos em moeda local, as entidades públicas eram beneficiadas pelo aval do BNDE em empréstimos e financiamentos contratados junto a organismos oficiais e multilaterais de crédito internacional.

de preços e tantas impostas pelo governo central. Como resultado, e na ausência de aportes diretos do Tesouro nas magnitudes requeridas, as empresas e autarquias recorreram maciçamente a operações de crédito. A diferença fundamental é que, no primeiro momento, os empréstimos foram contratados basicamente junto a uma agência pública, num esquema integrado e subsidiado de financiamento, enquanto que, no segundo, foram tomados junto a bancos internacionais privados num arranjo que iria provocar desdobramentos importantes quando da crise na virada da década.

4.

Antes de iniciarmos o exame das conseqüências da crise da dívida externa sobre o financiamento de longo prazo nos anos oitenta, façamos uma breve nota acerca da tentativa de estruturação dos bancos de investimento promovida logo após o golpe militar de 1964. É sabido que as reformas financeiras de 1965/67, tidas como um marco na história recente do desenvolvimento financeiro brasileiro, fracassaram num ponto crucial — a saber, na montagem das instituições e de instrumentos privados voltados a dar suporte à formação de capital das empresas. O desempenho dos bancos de investimentos — supostamente a peça crucial para a consolidação do mercado de valores mobiliários — seria o atestado cabal desse fracasso. As razões apontadas pelos estudiosos vão desde a impossibilidade de desenvolvimento de ativos financeiros de longo prazo em economias cronicamente inflacionárias até a tradicional recusa do capital bancário brasileiro em participar de atividades de maior risco (Tavares, 1972; Zini, 1982).

Do nosso ponto de vista, é preciso ter presente, antes de tudo, que o governo militar então recém-instalado empreendeu um amplo leque de reformas institucionais, o qual, em última instância, sancionou o padrão industrial que se havia gestado na segunda metade dos anos cinqüenta. No momento das reformas, tal padrão esteve longe de ser contestado em suas características essenciais — seja em relação aos setores líderes, seja no tocante à organização dos mercados e à propriedade de capital das empresas. Neste sentido, as mudanças visaram eliminar obstáculos que se antepunham ao livre curso da acumulação de capital, respeitados os marcos estruturais definidos na década anterior.

Vistas por essa ótica, 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, evauidas pela aceleração inflacionária do início da década, e, por outro, atenderam aquilo que efetivamente era exigido pelos capitais privados, a saber: o alargamento do crédito ao consumo⁷. Em relação a esse último ponto, não custa lembrar que a conjuntura de meados dos anos sessenta mostrava setores industriais recém-implantados — produtores de bens duráveis e de maior valor unitário — repletos de capacidade ociosa, que exigiam uma rápida expansão de seus mercados. A premissa era tal que várias empresas do setor de bens duráveis de consumo anteciparam-se às reformas e passaram, elas próprias, a prover o financiamento direto às famílias através de consórcios e de financeiras. Após o golpe militar, as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento — as chamadas Financeiras —, existentes no País desde 1946, experimentaram enorme crescimento e tornaram-se peça-chave na ampliação do endividamento familiar (Sochaczewski, 1980)⁸.

Já a criação de instituições e de instrumentos para o financiamento do capital fixo das empresas não se impunha, naquele contexto, como um requisito de primeira ordem. De um lado, atuavam razões conjunturais, uma vez que a generalização de capacidade ociosa não-planejada, que se seguiu ao *boom* de investimentos dos anos cinqüenta e à crise do início dos sessenta, inibia os investimentos em capital fixo. De outro lado, e aqui a razão de fundo, à medida que era cancelado o padrão industrial anterior, reproduziam-se formas de financiamento que, no limite, prescindiam de um mercado de capitais doméstico. As grandes empresas industriais, notoriamente as estrangeiras, continuavam a ter no autofinanciamento e no acesso a recursos do exterior a base financeira para a ampliação de sua capacidade produtiva. E, na verdade, as mudanças em curso nas atividades dos bancos do capitalismo central, com o

⁷ Ressalte-se que, além de remover os principais obstáculos financeiros, as reformas inauguraram uma nova frente de expansão através do sistema financeiro de habitação.

⁸ Para ilustrar o intenso crescimento das financeiras, basta recordar que seus empréstimos passaram, em relação aos empréstimos dos bancos comerciais, de 9%, em 1963, para mais de 40% em 1965.

desenvolvimento do euriomercado e a internacionalização das operações de crédito, acompanhadas internamente por medidas de estímulo ao endividamento externo, só faziam por reforçar o segundo termo do binômio autofinanciamento/recursos do exterior.

Simultaneamente, os próprios mentores das reformas financeiras prenunciavam uma série de dificuldades na implementação dos bancos de investimento enquanto instrumentos puros de desenvolvimento do mercado acionário. Por essa razão, visando aumentar a atratividade inicial das novas instituições, autorizaram a realização de operações de crédito e, mais do que isso, de empréstimos de prazos relativamente curtos para o financiamento de capital de giro das empresas. Foram permitidos, também, o repasse de fundos públicos e a contratação, através da Resolução nº 63 do Banco Central (BACEN), de empréstimos em moeda estrangeira para posterior repasse, com prazos e volumes retalhados, a tomadores internos (Cruz, 1984).

Assim, criados por decreto, na ausência de demandas específicas por parte do grande capital privado industrial e favorecidos por uma regulamentação permissiva, os bancos de investimento trataram, desde logo, de concentrar suas atividades em operações que combinavam elevada lucratividade e mínimo risco. Com isso, afastaram-se, rapidamente, dos objetivos originalmente idealizados nos gabinetes dos mentores das reformas. De instituições pensadas como o núcleo indutor do mercado de valores mobiliários, os bancos de investimento acabaram reduzidos, em sua grande maioria, a departamentos de crédito de curto e médio prazos dos conglomerados liderados pelos bancos comerciais.

5.

A crise da dívida externa, eclodida no princípio dos anos oitenta, trouxe importantes consequências para a economia brasileira, dentre as quais avultaram, desde logo, aquelas de natureza cambial. Na verdade, a interrupção do fluxo voluntário de empréstimos em moeda estrangeira provocou o estrangulamento cambial do País e impôs um dramático esforço de ajustamento do setor externo. A recessão do início dos anos oitenta — a primeira em todo o período do pós-guerra — resultou, como é sabido, da dimensão cambial da crise da dívida e da busca de saldos positivos no comércio exterior.

A partir de então, a economia brasileira ingressou numa nova fase cujas características fundamentais foram a geração de significativos saldos comerciais, a semi-estagnação e uma profunda instabilidade macroeconômica (Carneiro, 1991; Frenkel *et al.*, 1991; Tavares, 1993).

Outra dimensão relevante da crise da dívida, que nos interessa mais de perto no presente trabalho, diz respeito ao financiamento de longo prazo na economia brasileira dos anos oitenta. Conforme já foi discutido, os recursos do exterior constituíram destacada fonte complementar de recursos, capaz de conferir grande elasticidade às fases de expansão acelerada da formação de capital fixo. Os empréstimos em moeda, em particular, desempenharam um papel proeminente no período mais recente, estando associados tanto ao boom expansivo do início dos anos setenta como ao pacote de inversões deslançado pelo Estado na segunda metade da mesma década.

A interrupção desse canal de financiamento provocou efeitos diferenciados sobre os principais atores econômicos do País. Vejamos, inicialmente, os impactos sobre as empresas de capital estrangeiro, usuárias orgânicas de recursos do exterior. Registre-se, em primeiro lugar, que tais empresas, antecipando-se às turbulências monetárias, cambiais e creditícias, reduziram suas tomadas de empréstimo em moeda estrangeira já no final dos anos setenta. De uma participação média da ordem de 45% nas tomadas de empréstimos diretos, nos termos da Lei nº 4131, no período 1974-1978, as empresas de capital estrangeiro diminuíram a sua participação para cerca de 20% no período imediatamente anterior à ruptura do mercado de crédito para os países atrasados. Nos três anos seguintes à moratória mexicana de setembro de 1982, já no âmbito das negociações globais, tal participação não ultrapassava o índice de 10% (Cruz, 1984; Biasoto, 1992).

Mais eloqüente ainda, os investimentos diretos realizados pelas empresas de capital estrangeiro no Brasil andaram na contramão das tendências mundiais de globalização observadas nos anos oitenta, não obstante a forte presença de tais empresas no *drive* exportador realizado pelo País no período. Enquanto os investimentos diretos efetivados no mundo foram multiplicados por três, em termos médios anuais, entre 1976/80 e 1986/90, tais investimentos sofreram, no Brasil, uma queda de mais de 50%. Como consequência, a participação brasileira nos fluxos mundiais de investimentos diretos caiu de cerca de 6% para algo em torno de 1%, no período considerado (Bielchowsky, 1992).

A notória retração das atividades das empresas estrangeiras no País estava, por suposto, muito distante de se resumir a um problema de financiamento. É certo que a crise da dívida teve o seu papel, não por quebrar um elo na cadeia de financiamento dessas empresas, mas por conduzir a economia brasileira a um quadro de estagnação, de crescente instabilidade macroeconômica e de inflação generalizada dos investimentos produtivos. Mas, além disso, deve-se ter presente que as profundas transformações observadas na economia internacional — atinentes à ordem geopolítica, à reorganização dos espaços econômicos, aos requisitos técnicos-organizacionais da produção, etc. — problematizaram a posição do Brasil enquanto área preferencial de atuação das empresas internacionais (OECD, 1987; Fritsch & Franco, 1988).

Assim, submetidas a um duplice constrangimento — relativo à estratégia global das respectivas matrizes e à ausência de expectativas favoráveis à ampliação de capacidade produtiva no mercado doméstico — as filiais de empresas estrangeiras não só reduziram a mobilização de recursos do exterior, como passaram a desviar parcelas crescentes dos fundos gerados internamente ao repatriamento de lucros. Com efeito, as remessas médias anuais de lucros e dividendos correspondiam, no quinquênio 1976/80, a cerca de 43% das entradas médias anuais de capital de risco no País. Já no quinquênio 1986/90, tal proporção havia se elevado a 240% (Meyer & Marques, 1989)⁹.

Se a dimensão financeira da crise da dívida não se traduziu, diretamente, em um problema de financiamento para as empresas estrangeiras, o mesmo não pode ser afirmado em relação às estatais. Na verdade, o impacto financeiro da interrupção dos fluxos voluntários de empréstimos externos deu-se, fundamentalmente, sobre o setor público brasileiro, quer sobre as autoridades monetárias — que haviam absorvido parcela substantiva dos compromissos em moeda estrangeira assumidos originalmente pelo setor privado —, quer sobre as empresas estatais que, além de terem recorrido massivamente ao euromercado para o financiamento de suas

investições, foram exaustivamente utilizadas como instrumento de administração do balanço de pagamentos no período crítico que se seguiu aos choques externos (Cruz, 1984)

As condições adversas que passaram a prevalecer a partir da crise da dívida afetaram duplamente as empresas estatais. Por um lado, portadoras de um enorme passivo denominado em moeda estrangeira, as empresas do governo experimentaram um acenado incremento em suas despesas financeiras, provocado pela elevação da taxa internacional de juros e pela política cambial associada ao ajuste exportador. Por outro lado, defrontaram-se com uma súbita redução em seu acesso a recursos do exterior, contingenciados segundo limites impostos pelo cartel dos bancos credores nas negociações globais e submetidos às restrições do *relenching* (Werneck, 1987). Simultaneamente, a histórica prática de preços e tarifas públicas subsidiados aprofundou-se ao longo de toda a década, seja para dar suporte ao *drive* exportador, seja para atenuar as constantes acelerações da inflação (Carneiro, 1991).

A completa desorganização das condições de financiamento das empresas estatais redundou numa severa restrição às suas atividades de investimento. Assim, se no quinquênio 1975/79, que *grasso modo* corresponde ao período do II PND, as investições das empresas estatais federais equivaliam a 7% do PIB, no quinquênio 1986/90 elas estavam reduzidas a cerca de 2,7% do PIB (Frenkel *et al.*, 1991). A retração dos investimentos das estatais atingiu tanto os segmentos de insumos básicos — mineração, metalurgia e química — como os de infra-estrutura — transportes, energia e comunicação (Maciel, 1990). As principais consequências desse processo foram a deterioração dos serviços de infra-estrutura, com seus evidentes efeitos desfavoráveis sobre a competitividade da indústria e da economia como um todo, e a geração de estrangulamentos potenciais em indústrias produtoras de insumos e intermediários básicos, óbices a qualquer retomada do crescimento econômico do País (Suzigan, 1991).

6.

A primeira metade dos anos noventa inaugurou uma nova fase para os países latino-americanos, caracterizada por transformações internas e por mudanças em suas relações financeiras externas, que

⁹ Tais resultados referem-se, exclusivamente, às remessas registradas oficialmente nas contas do balanço de pagamentos. É sabido, contudo, que, ao longo dos anos oitenta, foram utilizados vários mecanismos indiretos de envio de recursos ao exterior.

ensaja reflexões adicionais sobre os problemas de financiamento. Por sua importância para o tema em estudo, chamam a atenção:

- a) de um lado, a inflexão nas políticas governamentais que sugere o sepultamento de dois dos pilares do modelo histórico de desenvolvimento, a saber: a forte presença, direta e indireta, do setor público na vida econômica e os regimes de proteção comercial e financeira às atividades locais e;
- b) o retorno, após quase uma década de restrição externa, a resultados superavitários na conta de capital e ao acúmulo de reservas internacionais.

O debate sobre as virtualidades e os limites dessas mutações, ainda em curso, reúne duas correntes principais. A primeira propõe uma estreita relação de causalidade entre os fenômenos acima apontados, creditando às políticas reformistas o aumento do ingresso de capitais. Incluem-se nessa corrente os autores que, de uma ou de outra forma, são adeptos das teses do chamado “consenso de Washington” e que vislumbram, a partir das reformas internas, uma nova etapa de prosperidade para os países da região (Williamson, 1990). Uma segunda vertente nega aquela relação de causalidade, sustentando, também, que as mudanças recentes estão longe de ter a amplitude e o poder dinamizador propalados. Para essa corrente, os países da América Latina necessitam de reformas distintas daquelas que vêm sendo executadas, especialmente no tocante às relações comerciais e financeiras com o exterior e ao papel da ação estatal no novo modelo de desenvolvimento (Frenkel *et al.*, 1992 e Devlin *et al.*, 1994)¹⁰.

Do nosso ponto de vista, sem ignorar as linhas gerais do debate, interessa centrar a atenção nas implicações que as transformações antes assinaladas trazem à questão do financiamento de longo prazo na economia brasileira. Vejamos, inicialmente, algumas das conseqüências derivadas da desmontagem do modelo do tipo,

¹⁰ A visão crítica não é exclusiva de economistas latino-americanos ou ligados à CEPAL. Um exemplo conspícuo é dado por Krugman (1995) para quem as economias da América Latina viveriam, na primeira metade dos noventa, não o início de uma nova fase durada de crescimento, mas sim uma verdadeira bolha especulativa, em lenta reversão à partir da crise mexicana no início de 1995.

sobretudo da progressiva retirada do setor público da produção de bens e serviços.

Conforme já foi discutido, coube ao setor produtivo estatal brasileiro a responsabilidade por áreas que demandam formas específicas de financiamento, seja pelos elevados requerimentos de capital por unidade de produto, seja pelos largos períodos de maturação dos investimentos. Historicamente, as dificuldades de financiamento foram sendo contornadas mediante uma acentuada dependência de capitais externos e um crescente comprometimento da estrutura patrimonial do setor público. A crise da dívida externa nos anos oitenta, dada a assimetria na distribuição de seus custos, deu o golpe de misericórdia nas condições fiscais-financeiras do setor público retirando-lhe qualquer capacidade de sustentação dos investimentos.

No contexto da crise, a privatização das empresas estatais passou a ser defendida como instrumento de solução dos problemas de financiamento. Contudo, a forma pela qual vem sendo empreendido o processo de privatizações — desconectado de um modelo global de reestruturação produtiva, informado por objetivos fiscais de curto prazo e apoiado na crença dinamizadora do mercado — (Prado, 1994), parece estar longe de assegurar resultados compatíveis com o discurso governamental. Por um lado, não estão contempladas metas de investimento — para recuperar o atraso acumulado desde o início dos oitenta e para permitir ampliações futuras — nem esquemas especiais para o financiamento setorial. Por outro lado, dada a concepção do programa, a venda de ativos públicos (ou a troca patrimonial, envolvendo títulos desvinculados dos passivos das próprias empresas estatais) pouco contribui para o saneamento e o fortalecimento do subconjunto de empresas que ainda permanecerá sob a propriedade do setor público.

É verdade que, na ausência de medidas específicas de controle e fiscalização, a mudança na propriedade de capital pode incrementar o grau de concentração ou dar origem a posições monopolísticas privadas. Nesses casos, haveria uma alteração no padrão de fixação de preços e tarifas — tradicionalmente submetido à instrumentalização pelo governo central — e, conseqüentemente, nas margens de autofinanciamento. Contudo, considerada a forma de inserção de tais setores na matriz de produção de bens e serviços (*linkages*), bem como a magnitude dos recursos envolvidos, tal via de financiamento terá, obrigatoriamente, efeitos limitados.

Abertura comercial e financeira — uma vertente das políticas implementadas nos anos noventa — suscita, por seu lado, pelo menos duas discussões atinentes ao programa do financiamento. A primeira diz respeito aos *mark-ups* e a capacidade de autofinanciamento demonstrada pelas empresas líderes ao longo da fase da industrialização pesada. A segunda refere-se à recente retomada dos fluxos de capital externo em direção aos países latino-americanos, que reverteu o quadro de escassez imposto pela crise da dívida.

É sabido que a abertura comercial tem efeitos assimétricos, provocando mudanças nos preços relativos e na capacidade de geração de recursos dos diferentes setores. Em princípio, a maior capacidade de defesa das margens se dá nos setores cuja liderança é exercida por grandes empresas internacionais. Nesses casos — dependendo da configuração internacional do oligopólio, dos acordos, tácitos ou explícitos, realizados e do poder político interno — a abertura acaba provocando acomodações que vão da manutenção das linhas de produção preexistentes, combinada com linhas complementares de importação, até a simples desativação de plantas locais (Erber, 1990). A experiência brasileira recente parece apontar para a primeira via, destoando dos processos desindustrializantes observados na Argentina e, principalmente, no Chile (Bielchowsky *et al.*, 1995). Os setores com maior presença de empresas de capital nacional tendem, por sua vez, a sofrer transformações mais profundas — *take over*, fusões, fechamento de plantas, etc. — acompanhadas da agudização, para aquelas empresas, dos problemas de financiamento seja pelos efeitos diretos da abertura seja, ainda, como consequência da desmontagem do tripé (subsídios implícitos ou explícitos).

Já a abertura financeira e a reinserção do Brasil nos fluxos internacionais de capital parecem ter posto fim à restrição de financiamento externo característica dos anos oitenta. Contudo, um exame mais cuidadoso revela que a retomada da absorção de recursos externos está longe de reeditar, em qualquer sentido, a articulação entre capitais externos e investimentos observados em décadas passadas, notadamente nos anos cinquenta e setenta.

Atualmente, o predomínio é de títulos colocados diretamente nos mercados de capitais dos países centricos (*bónus*, *commercial papers*, etc.), o que significa acesso seletivo, prazos relativamente curtos e volumes limitados; e, principalmente, os chamados capitais de curto prazo, atraídos pela extraordinária remuneração oferecida

por ativos financeiros no mercado brasileiro (Baer, 1995). Enquanto em nessa categoria tanto as aplicações em bolsas de valores — cuja atratividade maior deriva da baixa cotação das ações e do provável impacto do programa de privatizações sobre tais cotizações — como as aplicações em fundos cuja valorização é garantida, em última instância, por títulos públicos emitidos para financiar a posição de reservas internacionais das autoridades monetárias. Ambas as modalidades, extremamente voláteis, estão muito longe de assegurar qualquer base estável para o financiamento do investimento.

Na verdade, em meio à abundância de divisas internacionais, permanece uma aguda escassez de recursos associados à atividade de inversão. Os créditos bancários privados e os ofertados por agências oficiais e multilaterais continuam a apresentar fluxos anuais negativos o que agrava, em especial, as condições de financiamento do setor público (Baer, 1995). Já os investimentos estrangeiros diretos mostram volumes pouco expressivos indicando a persistência de fatores adversos externos — direcionamento dos fluxos de investimento direto para os países centrais ou para a região asiática — ou internos — ausência de horizonte seguro quanto à retomada do crescimento (Canuto, 1994).

Conclusões preliminares

• O acelerado crescimento industrial experimentado pela economia brasileira no pós-guerra, especialmente entre meados dos anos cinquenta e o final da década de 1970, deu-se conforme estruturas de mercado, padrões de distribuição da propriedade do capital e relações institucionais que determinaram contornos e soluções radicalmente distintos para o problema do financiamento dos investimentos dos setores privado e público, respectivamente.

Por um lado, as grandes empresas privadas industriais, notadamente as de capital estrangeiro, densamente presentes nos setores que lideraram o crescimento, gozaram de estabilidade em suas bases de financiamento e de autonomia em relação ao mercado interno de capitais. Seus recursos originaram-se, primordialmente, dos lucros retidos proporcionados pelo poder de mercado e pelas relações salariais vigentes e foram reforçados pelos mecanismos redistributivos derivados da inflação e da ação governamental.

Secundariamente, às empresas estrangeiras contaram com o acesso, sob diferentes formas, a recursos do exterior. As grandes empresas de capital nacional, com recursos restrito a essa segunda fonte, contaram, por sua vez, com recursos públicos subsidiados. A manifestação da autonomia financeira das grandes empresas industriais privadas foi uma das principais responsáveis pela inibição do desenvolvimento do mercado acionário e de linhas privadas de crédito de longo prazo. Na verdade, esse elevado poder de mobilização de fundos, por parte do grande capital industrial, esteve na raiz da fracassada tentativa de articulação das óptimas produtivas e financeira ensaiada pelo governo militar quando das reformas de 1965/67.

Por outro lado, o verdadeiro nó górdio do financiamento de longo prazo na economia brasileira esteve associado, historicamente, aos investimentos públicos, particularmente aos das empresas estatais. A profunda instabilidade nas fontes de financiamento, caracterizada por mudanças abruptas em sua composição, decorreu do próprio padrão que regulou, geneticamente, a divisão de tarefas entre as empresas privadas e públicas na fase da industrialização pesada. A política de preços e tarifas resultante desse arranjo inicial esteve subordinada, via de regra, à imposição de assegurar aos grandes capitais privados, serviços de infra-estrutura e bens intermediários a preços subsidiados, o que impediu, por suposto, a manutenção de margens adequadas e estáveis de autofinanciamento. Tal restrição foi agravada, em diferentes conjunturas, pela submissão da administração de preços e tarifas a objetivos macroeconômicos de curto prazo.

Os recursos fiscais e parafiscais, por seu turno, sujeitos a intensas disputas e a diferentes formas de privatização, estiveram longe de assegurar as bases financeiras necessárias às inversões das empresas do Governo. Nesse contexto, o desmesurado endividamento externo contraído por tais empresas junto aos bancos privados internacionais nos anos setenta, além de constituir uma das peças da administração do balanço de pagamentos promovida pelo governo central, foi o ápice de um processo que atribuiu pesados encargos produtivos ao Estado sem lhe proporcionar bases estáveis de financiamento. O endividamento do período permitiu, é verdade, um novo esforço de inversões das estatais em concomitância à solidarização de um amplo leque de interesses privados receptivos de fundos públicos subsidiados. Contudo, significou, também,

o acúmulo de passivos denominados em moeda estrangeira, cujo potencial desequilibrador manifestou-se plenamente na virada da década.

A crise da dívida cobrou, nos anos oitenta, um elevado preço pelo arranjo do financiamento da formação de capital fixo estabelecido na economia brasileira desde o início da industrialização pesada. À assimetria nas condições de financiamento correspondeu igual assimetria nos impactos da crise. A elevação das taxas internacionais de juro, a interrupção dos fluxos voluntários de crédito e as políticas de ajuste provocaram, por um lado, uma maciça fuga de capitais privados ao mesmo tempo em que, por outro, destruíram, quase por completo, a capacidade de investimento das empresas estatais.

As transformações observadas na primeira metade da década dos noventa estão longe de assegurar, por sua vez, avanços substanciais quanto aos problemas do financiamento de longo prazo. O desmonte do modelo do tripé e a abertura dos mercados introduzem variáveis adicionais sem oferecer bases sólidas para novas formas de financiamento. O setor público brasileiro permanece submetido a uma forte restrição fiscal-financeira ao mesmo tempo em que o processo de privatizações não desata, por si só, o nó górdio do financiamento dos setores de infra-estrutura e de insumos básicos.

A crença no poder dinamizador das reformas liberalizantes e a simultânea abdicação do exercício de políticas estratégicas nacionais — voltadas, por exemplo, para os objetivos de equidade distributiva e de inserção dinâmica na economia mundial — sugerem que se está apostando, única e exclusivamente, no investimento direto estrangeiro como alavanca e sustentáculo de uma nova etapa de crescimento. Tal aposta não encontra, contudo, apoio na experiência recente dos países latino-americanos. A abundância atual de dólares, que poderia corroborar o acerto do caminho escolhido, em nada reedita a articulação entre capitais externos e investimentos observada em décadas passadas, persistindo uma aguda escassez de recursos associados à inversão.

Referências bibliográficas

- Abranches, S. H. "Empresa estatal e capitalismo: uma análise comparada", in C. E. Martins (org.) *Estado e Capitalismo no Brasil*. São Paulo: Hucitec, 1977, p. 5-53.
- Baer, M. "Sistema financeiro internacional: Oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento", *Novos Estudos CEBRAP*, nº 42, julho de 1995, p. 99-112.
- Baer, W. *A Industrialização e o Desenvolvimento Econômico no Brasil*. Rio de Janeiro: FGV, 1966.
- Biasoto Jr., G. *Divida Externa e Déficit Público*. Brasília: IPEA, 1992.
- Bielchowsky, R. "Transnational corporations and the manufacturing sector, in Brasil. Santiago do Chile, Joint Eclad/TMD Division, 1992, (Relatório preliminar).
- Bielchowsky, R. et al. "Empresas transnacionais y cambios estructurales en la industria de Argentina, Brasil, Chile y México". *Revista de la CEPAL*, abril de 1995.
- Calabi, A. et al. *Geração de Poupanças e Estrutura de Empresas no Brasil*. São Paulo: USP/PIPE, 1981. (Relatórios de pesquisas nº 6).
- Canuto, O. *Brasil e Coréia do Sul: Os Desenvolvimentos da Industrialização Tardia*. São Paulo: Nobel, 1994.
- Cardoso, F. H. "Desenvolvimento capitalista e Estado: Bases e alternativas", in C. E. Martins (org.), *Estado e Capitalismo no Brasil*. São Paulo: Hucitec, 1977, p. 205-20.
- Carneiro, R. M. *Crise, Estagnação e Hiperinflação: A Economia Brasileira nos Anos 80*. Tese de Doutorado. Campinas: IE/UNICAMP, 1991.
- CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe). "O desenvolvimento recente do sistema financeiro na América Latina", in José Serra, (coord.), *América Latina: Ensaios de Interpretação Econômica*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1979, p. 108-49.
- Considera, C. M. "Preços, mark-up e distribuição funcional da renda na indústria de transformação: Dinâmica de longo e curto prazo, 1939-80". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 2, nº 3, dezembro 1981, p. 637-702.
- Cruz, P. R. D. C. *Divida Externa e Política Econômica: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta*. São Paulo: Brasiliense, 1984.
- _____. *Endividamento Externo e Transferência de Recursos Reais ao Exterior: os Setores Público e Privado na Crise dos Anos Oitenta*. Campinas: IE/UNICAMP, 1993. (Texto para discussão, nº 24).
- Dain, S. *Empresa Estatal e Capitalismo Contemporâneo*. Campinas: Ed. UNICAMP, 1986.
- Devlin, R. et al. "Crescimento dos fluxos de capital e desenvolvimento: uma visão geral das questões de política econômica". Rio de Janeiro, *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 24, nº 3, dez. 1994, p. 411-44.
- Eberl, F. "A política industrial: Paradigmas teóricos e modernidade", in Tavares, M. C. (org.) *Ajuda! do Brasil*. Rio de Janeiro: Rio Fundo Editora, 1990.
- Filardo, M. I. R. *Fontes de Financiamento das Empresas no Brasil*. Rio de Janeiro: BNDE, 1980.
- FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos). *Estrutura Industrial e Empresas-líderes*. Rio de Janeiro: FINEP, 1978, mimeo.
- Frenkel, R. et al. *Shock externo y desequilíbrio fiscal: La macroeconomia de América Latina en los ochenta*. Relatório para a CEPAL. CEDES, 1991, mimeo.
- Frenkel, R. et al. *Crecimiento y reforma estructural en América Latina. La situación actual*. Santiago: CIEPLAN, 1992.
- Fritsch, W. e Franco, G. H. B. *Investimento Direto: Tendências Globais e Perspectivas para o Brasil*. Rio de Janeiro: PUC, 1988. (Texto para discussão nº 195).
- Furtado, J. E. M. P. *Produtividade na Indústria Brasileira: Padrões Setoriais e Evolução, 1975-80*. Dissertação de Mestrado. Campinas: UNICAMP/IE, 1990.
- Gonçalves, A. R. *Índices de Desigualdade e de Concentração Industrial no Brasil no Período 1950-70*. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: UFRJ/COPE, 1979.
- IPEA (Instituto de Planejamento Econômico e Social). *A Empresa Pública no Brasil: uma Abordagem Multidisciplinar*. Coleção de monografias. Brasília: IPEA/SEMOR, 1980.
- Krugman, P. "Tulipas holandesas e mercados emergentes". *Política Externa*. São Paulo, v. 4, nº 2, set. 1995, p. 80-94.
- Lessa, C. *Quinze Anos de Política Econômica*. São Paulo: Brasiliense, 1975.
- Lessa, C. e Dain S. "Capitalismo associado: Algumas referências para o tema Estado e desenvolvimento", in L. G. Belluzzo & R. Coutinho (orgs.), *Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaios sobre a Crise*. São Paulo: Brasiliense, 1982, v. 1, p. 214-28.
- Maciel, C. *Padrão de Investimento Industrial nos Anos Noveenta e suas implicações para a Política Tecnológica*. Campinas: UNICAMP/IE, 1990, mimeo.
- Medeiros, C. A. "Industrialização e regime salarial nos anos 60 e 70". *Economia e Sociedade*. Campinas, nº 2, ago. 1993, p. 125-43.
- Meyer, A. e Marques, M. S. B. *A Fuga de Capital no Brasil*. Rio de Janeiro: FGV/IBRE/CEME, 1989.
- Naberg, S. *Privatização de Recursos Públicos: Os Empréstimos do Sistema BNDE ao Setor Privado com Correção Parcial*. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: PUC — Departamento de Economia, 1989.

- OECD (Organisation for economic co-operation and development) *Recent Trends in International Direct Investment*. Paris: OECD, 1987.
- Prado, S. R. *Intervenção Estatal, Privatização e Fiscalidade*. Tese de Doutorado. Campinas: UNICAMP/IE, 1994.
- Silva, A. M. *A Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estrutura e Problemas*. São Paulo: FIPE/USP, 1981, mimeo.
- Sochaczewski, A. C. *Financial and Economic Development of Brazil, 1952-1968*. Tese de Doutorado. Londres: University of London, 1980.
- Suzigan, W. A. "A indústria brasileira após uma década de estagnação: Questões para política industrial". *Economia e Sociedade*. Campinas, nº 1, ago. 1991, p. 89-109.
- _____. "As empresas do governo e o papel do Estado na econômica brasileira", in: *Aspectos da Participação do Governo na Economia*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1976, (Série monografias, nº 26).
- Suzigan, W. A. *et al. Crescimento Industrial no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1974. (Relatório de pesquisa, nº 26).
- Tavares, M. C. *Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil*. Campinas: Ed. UNICAMP, 1975.
- _____. *Las Políticas de Ajuste de Brasil: Los Límites de la Resistencia*. Washington, DC: BID, 1993, mimeo.
- _____. "Notas sobre o problema do financiamento numa economia em desenvolvimento — o caso Brasil". *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar, 1972, p. 125-52.
- Viana, A. L. A. *O BNDE e a Industrialização Brasileira: 1952-1961*. Dissertação de Mestrado. Campinas: UNICAMP/IFCH, 1981.
- Wernneck, R. F. "El ajuste del sector público a los choques externos y las presiones internas en el Brasil, 1970-1985", in: *El Sector Público y las Crises de la América Latina*. México: Fondo de Cultura Económica, 1990, p. 67-121.
- _____. *Empresas Estatais e Política Macroeconômica*. Rio de Janeiro: Campus, 1987.
- Williamson, J. *Latin American Adjustment: How Much has Happened?* Washington: Institute for International Economics, 1990.
- Zini Jr. A. *Uma Análise do Setor Financeiro no Brasil: da Reforma de 1964-66 à Crise dos Anos Oitenta*. Dissertação de Mestrado. Campinas, UNICAMP/IFCH, 1982.

V A MODERNIZAÇÃO DA AGRICULTURA