



## **Uma leitura sobre inflação alta e indexação contratual no Brasil: origens e consequências**

*An interpretation of high inflation and contractual indexing in Brazil: origins and consequences*

Daniel Ferreira Henriques<sup>1</sup>

**RESUMO:** O processo inflacionário e a sua dinâmica são os elementos que serviram de base ao estabelecimento do mecanismo da indexação dos contratos monetários, sua institucionalização e, posterior, generalização na economia brasileira. A amplificação do uso da indexação na economia nacional, como meio de proteção aos agentes econômicos contra a inflação crescente, deu origem a uma dualidade monetária a qual tomou forma no expediente dos títulos públicos federais de curto prazo, a “moeda indexada”. Isso, por sua vez, possibilitou a expansão da acumulação rentista sobre a base dos ‘ganhos inflacionários derivados da rolagem da dívida pública no processo que se tornaria conhecido por “ciranda financeira”’. A partir do contexto tratado e das condições que se deram na economia nacional, verificou-se no país uma adesão precoce à norma de riqueza regida pela lógica da “finança”, que no decorrer do tempo passou a assumir caráter sistêmico. De outra maneira, a financeirização.

Palavras-chave: Indexação. Rentismo. Financeirização.

**ABSTRACT:** The inflation process and its dynamics are the elements that have served as basis for establishing the monetary contracts’ indexing mechanism, its institutionalization and the posterior generalization in the Brazilian economy. The expansion of the use of indexing in the national economy, as a means of protecting the economic agents against the growing inflation, originated a monetary duality that has shaped short term government bonds named “indexed currency”. On the other hand, it has enabled the expansion of financial rentism accumulation through the inflationary gains sourced by government’s debt rolling on the process that would be known as “financial merry-go-round”. In this context plus the national economic circumstances, we’ve seen a precocious adherence to wealth based on the financial accumulation, that in time assumed a systemic feature. In other words, the financialization.

Keywords: Indexing. Financial rentism. Financialization.

---

<sup>1</sup> Mestre em economia pela Universidade Federal Fluminense. Email: [danielhenriques1987@gmail.com](mailto:danielhenriques1987@gmail.com)



## Introdução

A inflação alta e a indexação de contratos são elementos que compõem boa parte da trajetória histórico-econômica do Brasil a partir de meados do século XX. O ambiente conformado na economia nacional a partir da consubstanciação de processos inflacionários e a busca pela manutenção de um quadro de relativa estabilidade frente aos mesmos – por intermédio da indexação dos contratos monetários – dão margem a um debate acerca do avanço controverso desse expediente diante dos distintos cenários econômicos que se apresentaram no país.

De “panaceia” que neutralizaria os efeitos da inflação em princípios dos anos 1960 para se tornar “destaque entre os males que assola(ra)m a economia brasileira” (CARVALHO, 1990, p. 64) no avanço dos anos 1970 para 1980, cumpriu ao mecanismo da indexação contratual relação intrínseca com a questão da inflação e o desenvolvimento econômico do país. A estratégia de ordenamento do conflito distributivo e amenização das pressões inflacionárias, por meio da orientação do sistema de preços relativos, encontrou seus limites pela própria natureza instável e instabilizante do fenômeno inflacionário. O estabelecimento de um regime econômico específico marcado pela prevalência do rentismo financeiro em detrimento da inversão produtiva de capitais, definiu a direção das transformações estruturais pelas quais passaria a economia nacional posteriormente.

O objetivo do presente trabalho é fazer uma exposição analítica da trajetória delineada por inflação e indexação na economia brasileira, desde as motivações para a institucionalização da cláusula indexatória até a conformação de uma condição econômica propícia à acumulação financeira privada, consolidada na figura da “Moeda Indexada” ou “Quase Moeda”.

Propõe-se uma análise sobre a questão da indexação dos contratos monetários de uma maneira geral, tratando como um todo do processo histórico brasileiro relacionado com a mesma e dando ênfase às circunstâncias que se definem no âmbito do mercado financeiro nacional e do sistema contratual respectivo.

Justifica-se tal empreendimento, como uma maneira de resgatar a relevância do contexto abordado na determinação de um quadro posterior marcado por prolongado



período de baixo crescimento econômico e consolidação da hegemonia rentista-financeira no Brasil.

### **A determinação histórica do processo inflacionário**

De acordo com KANDIR (1989), a inflação é um fenômeno historicamente determinado e, portanto, não pode ser analisado de modo genérico, definindo-se um caráter homogêneo a distintos processos inflacionários. Segundo o trabalho referido, é importante levar-se em consideração “que alguns condicionantes básicos do processo inflacionário se alteram com a História” (KANDIR, 1989, p. 22), em vista que as estruturas econômicas se transformam conforme a expansão capitalista. Dentre as transformações econômicas estruturais observadas pelo autor, duas são destacadas: 1) o surgimento de novos atores sociais e as mudanças na ação e nos pesos dos já existentes na sociedade; 2) as modificações na relação entre o Estado e o setor privado.

Em CARVALHO (1990), faz-se uma exposição a respeito das condições vigentes sobre o sistema de preços nas modernas economias de mercado quando da consolidação do sistema econômico capitalista. Conforme o trabalho em questão, o desenvolvimento da economia empresarial só foi possível a partir da emergência de sistemas de contratos, denominados em valores monetários, interligando os agentes da economia.

Nesse sentido, cumpria extrema relevância à viabilização do sistema contratual, a estabilidade do valor da moeda, seu poder de compra. Variações no poder de compra da moeda geravam imprevisibilidade aos valores dos contratos e perdas ou ganhos inesperados aos agentes. A inflação, assim, ao corroer o valor da moeda, era vista como um fenômeno fora da normalidade, “um evento episódico e reversível, resultante de alguma perturbação anormal” (CARVALHO, 1990, p. 66).

Essa crença na estabilidade do valor monetário (“convenção de estabilidade”), contudo, definia-se pela “tendência da variação de preços em torno de zero” (Ibidem, p. 67), que se perpetuou na maioria das economias capitalistas modernas até o término da 2ª Guerra Mundial em meados do século XX. A partir de então, mudanças de ordem estrutural e política determinaram a configuração de uma nova condição econômica, na qual se deu a emergência de um viés inflacionário na forma de operação das economias.



Isso, por sua vez, foi tornando a inflação, gradativamente, parte da normalidade nessas sociedades (Ibidem, p. 68).

Algumas razões são elencadas pelo autor para explicar essa mudança de configuração econômica. Duas em especial, consonantes com as transformações estruturais observadas em KANDIR (1989), são postas em destaque no intuito de dar base e conferir sentido ao que vai ser trabalhado subsequentemente no caso do Brasil.

No que diz respeito às modificações relativas ao espaço ocupado pelos atores sociais em uma sociedade, relaciona-se com tal mudança estrutural dentro do contexto histórico tratado, o avanço da sindicalização e a regulação das relações entre capitalistas e trabalhadores. Além disso, destaca-se a crescente centralização de capital e, conseqüentemente, o reforço do poder de determinação de preços por parte das empresas. Essas transformações foram responsáveis por configurar o acirramento, dentro do contexto estipulado, da disputa pela renda social inerente ao capitalismo, o conflito distributivo.

Com relação às mudanças na relação entre o Estado e o setor privado, alinha-se outra circunstância apontada em CARVALHO (1990), qual seja, a redefinição das funções desempenhadas pelo Estado nas economias capitalistas do pós-2ª Guerra Mundial. Segundo o trabalho referido, o Estado, a partir de então, passou a participar mais ativamente das atividades econômicas, no sentido de garantir maior estabilidade nos níveis de emprego e nas condições de vida dos países. Em vista disso, questiona-se o quanto o aumento das despesas do Estado, através de uma maior flexibilização monetária, sancionou pressões inflacionárias provocadas pelo acirramento do conflito distributivo.

### **As restrições ao financiamento do desenvolvimento nacional, o conflito distributivo e a questão da inflação**

Em trabalho referencial de Maria da Conceição Tavares<sup>2</sup>, a autora faz uma análise a respeito das circunstâncias que se deram na economia brasileira em finais da década de 1950 e princípio dos anos 1960. O esforço de análise concentra-se na questão das limitações da estrutura financeira brasileira no período em destaque diante do rápido

---

<sup>2</sup> TAVARES, M. C. *Notas sobre o problema do financiamento numa economia em desenvolvimento – o caso do Brasil*, 1967.



avanço da industrialização nacional em linha com o processo de desenvolvimento baseado no modelo de substituição de importações.

A mudança do modelo primário-exportador, que historicamente determinara as diretrizes da atividade econômica brasileira, para o modelo de substituição de importações definiu o avanço do processo de industrialização nacional. O adiantamento das consecutivas etapas desse processo, por sua vez, passou a requerer cada vez mais recursos a prazos alongados para financiar os projetos de investimento industrial. Para isso, far-se-ia necessária a criação de instrumentos e mecanismos institucionais capazes de captar, realizar e transferir recursos às empresas demandantes. Seria preciso a conformação de uma adequada estrutura financeira, composta de instrumentos financeiros com padrões de liquidez adequados às exigências dos investimentos industriais.

É importante destacar o longo período, durante o qual, o modelo de desenvolvimento nacional esteve pautado na exportação (do tipo *plantation*) de produtos agrícolas. Nesse período, as principais atividades que compunham a economia brasileira pouco requeriam de capacidade de financiamento das pequenas instituições financeiras já existentes. A grande parte dos recursos investidos na agricultura de exportação provinha dos elevados lucros que eram obtidos pelos próprios produtores. As demais atividades econômicas, que se davam principalmente nos núcleos urbanos, tais quais comércio, serviços e infraestrutura não exigiam vultosos montantes de recursos de longo prazo, além de grande parte ser financiada pelo capital estrangeiro.

A rápida passagem ao novo modelo de desenvolvimento, voltado para dentro e baseado na industrialização do país, conjugada às condições financeiras que previamente existiam definiram a incapacidade da economia brasileira de estabelecer uma estrutura financeira adequada à nova realidade nacional. As instituições financeiras herdadas do modelo anterior não tiveram o tempo suficiente para promover as modificações necessárias. Em sendo assim, as soluções foram definidas conforme as necessidades. Ou seja, os mecanismos e instrumentos financeiros foram sendo forjados ao longo do processo, sem a devida estabilidade, por adaptação às exigências relativas à evolução do aparelho produtivo da nação.



A condição incipiente do sistema financeiro nacional e, portanto, a insuficiência dos mecanismos e instrumentos de efetivação e transferência dos recursos com prazos de maturação necessários às atividades industriais deu origem à conformação de formas ocultas de acumulação de recursos pelas empresas, a partir de modificações impostas ao sistema de preços relativos. As grandes firmas industriais passaram a reagir às restrições de capitais para o financiamento do investimento produtivo nas condições requeridas por meio da imposição de seu poder de determinação de preços (*mark-up*). Através das elevações de preços impostas, eram captados diretamente da sociedade recursos para o autofinanciamento de seus projetos de produção por meio da retenção de lucros excepcionais.

Esse mecanismo, apesar de definir uma circunstância de pressionamento de preços na economia, até certo momento, conferiu um caráter funcional ao movimento inflacionário que se pronunciava, na medida em que ele servia para financiar o desenvolvimento industrial brasileiro. Entretanto, tal funcionalidade manteve sua efetividade por um determinado período, tendo em vista que, ante a consolidação do contexto inflacionário, os demais agentes da economia passaram a se defender do achatamento de seu poder aquisitivo. Nas palavras da própria autora, o esgotamento desse mecanismo de retenção de lucros e autofinanciamento das empresas se deu da seguinte maneira:

*A partir de um certo patamar da espiral inflacionária (...) começa a tomar corpo uma série de reações em cadeia, determinadas pela articulação das expectativas de todos os agentes econômicos e sociais, os quais passam a antecipar e extrapolar conjuntamente a tendência inflacionária. Nestas condições, (...) deixa de ser possível (...) utilizar modificações violentas de preços relativos (...) a favor de determinados setores. O sistema de preços torna-se extremamente solidário; qualquer modificação de preços num setor propaga-se quase que instantaneamente aos demais (TAVARES, 1967, p. 131).*

A partir desse momento, mudou-se a configuração do que vinha sendo praticado. O processo inflacionário passou a ser sistêmico e crônico, perdendo a sua funcionalidade. A definição de tal contexto evidenciou, ao deteriorar as condições econômicas do país, as distorções concernentes a essa estrutura de financiamento e a necessidade, mais do que nunca, premente de estruturação do sistema financeiro brasileiro.





### **A mudança das funções do Estado na economia e a questão da inflação**

Em SOCHACZEWSKI (1993), é analisado o aprofundamento do processo de substituição de importações no Brasil durante os anos 1950 e o grande esforço de desenvolvimento que se deu a partir de meados da década. Esse esforço, por sua vez, em muito foi constituído pela intensificação da participação do setor público na economia do país. Ao Estado foram atribuídas as funções de conduzir as obras de infraestrutura (transporte, comunicações), que consistiam em pontos de estrangulamento ao processo de industrialização nacional, além do provimento de insumos básicos (aço, energia) às indústrias através de estatais e a concessão de boa parte do crédito às empresas via Banco do Brasil e BNDE.

De acordo com o trabalho referido, a instalação da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU), em 1951, deu origem a diversos projetos econômicos nacionais de planejamento estatal, cuja execução se daria pela associação entre os capitais público e privado. Em 1952, foi criado o BNDE (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico) com a atribuição de gerir os recursos a serem utilizados no Programa de Reparelhamento Econômico. Em 1953, foi criado o Grupo Misto Cepal-BNDE com o intuito de revisar o Programa, dando origem ao Relatório que serviu de base à criação, em 1956, a partir do Conselho de Desenvolvimento – órgão público encarregado de traçar a estratégia de desenvolvimento do país – do Plano de Metas.

A crescente participação do Estado na economia, contudo, provocou o crescimento substancial das despesas públicas correntes e com formação bruta de capital fixo. “O déficit orçamentário como proporção do PIB elevou-se durante o período, alcançando 3,8% em 1961” (SOCHACZEWSKI, 1993, p. 113). Como visto anteriormente, o sistema financeiro brasileiro não estava preparado, em termos de mecanismos institucionais, para o provimento de fundos nas condições requeridas ao enorme esforço de investimento empreendido. Assim como o setor privado, o Estado também não contava com uma estrutura de financiamento suficientemente desenvolvida e dispôs do expediente da emissão monetária para financiar boa parte de seus déficits orçamentários.

Segundo SUZIGAN (1975), as grandes emissões de moeda verificadas nesse período, com o intuito de financiar os déficits de caixa do Tesouro Nacional e a expansão



dos empréstimos do Banco do Brasil, serviram para consolidar a dinâmica inflacionária que já vinha se estabelecendo no país por meio do acirramento do conflito distributivo. O Estado brasileiro, em seu esforço para a promoção do desenvolvimento nacional, por não haver constituído os instrumentos e as fontes de captação de recursos privados ao seu financiamento e utilizar-se de emissão monetária a tal propósito, teria provido o suporte material para a consolidação da condição, vigente à época, de pressionamento de preços, configurado esse pressionamento pela disputa entre firmas e demais setores econômicos pela apropriação da renda nacional em expansão, o conflito distributivo. Se por um lado, o conflito pela riqueza social deflagrava o processo inflacionário, tornando-o sistêmico e crônico, por outro, o financiamento do aumento das despesas estatais via emissão de moeda constituía os meios para a sua reprodução.<sup>3</sup>

### **O ensejo de constituir um mercado de capitais no Brasil e consolidar o mercado voluntário de dívida pública nacional**

Parte-se das noções verificadas até aqui, para buscar entender o projeto de conformação de um modelo de sistema financeiro adequado às circunstâncias observadas na economia brasileira no período referido acima. Mais especificamente, retoma-se a proposta precursora de organização de um sistema financeiro nacional – que se deu através das reformas financeiras empreendidas durante o Governo Castello Branco – a qual, conforme HERMANN (2002), tinha o intuito de constituir um mercado de capitais no país (ou seja, tentou-se implementar o modelo de financiamento ao desenvolvimento baseado no mercado de capitais).

Em outro trabalho clássico de Maria da Conceição Tavares<sup>4</sup>, a autora analisa as respostas dadas pela institucionalidade do país às limitações do sistema financeiro vigente em princípios dos anos 1960. Tais limitações restringiam o avanço do desenvolvimento nacional baseado no processo de substituição de importações e buscaram ser superadas, principalmente, através das reformas financeiras implementadas durante o Governo Castello Branco.

---

<sup>3</sup> É importante destacar que, de acordo com o entendimento deste trabalho, a emissão monetária para o financiamento de déficits públicos não é a causa primeira da inflação brasileira no período, mas sim, um mecanismo que possibilitou a sua reprodução diante da intensificação do conflito distributivo.

<sup>4</sup> TAVARES, M. C. *Natureza e contradições do desenvolvimento financeiro recente*, 1971.





A deterioração do quadro econômico brasileiro, a partir do agravamento da inflação no país – que adquiriu caráter sistêmico – acompanhado da estagnação do crescimento e de recorrentes déficits no Balanço de Pagamentos, determinou a premente necessidade de reformas estruturais na economia nacional, a fim de que fossem corrigidas as disfuncionalidades provocadas por uma estrutura institucional incapaz de dar conta do avanço do modelo de desenvolvimento nacional por substituição de importações. O esforço inicial intensivo de investimentos, correspondente ao novo modelo de desenvolvimento, havia encontrado seu limite de expansão, tanto pelo esgotamento dos mecanismos de financiamento inflacionários internos quanto por endividamento externo.

Diante disso, inicialmente, o Governo recém-empossado adotou medidas emergenciais com o intuito de viabilizar a pronta retomada dos investimentos das empresas: através da recomposição de suas margens de lucro, por intermédio de mudanças nas regras de reajustes salariais e por meio da captação de recursos estrangeiros de curto prazo ao financiamento do giro das mesmas, com a Instrução nº 289 da SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito). Enquanto tais medidas emergenciais davam conta de controlar a situação no médio prazo, era gestado um novo marco institucional financeiro composto por uma série de reformas estruturais, as quais visavam modificar e ampliar as possibilidades de captação de recursos ao financiamento produtivo, especialmente, capitais de longo prazo.

Operou-se um amplo ordenamento do sistema financeiro nacional, marcado pela criação de órgãos centrais de regulação monetária e financeira, tais quais, o Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional, assim como pela regulamentação do funcionamento de uma série de instituições financeiras, as mais diversas, com a finalidade de que atendessem, cada uma, funções específicas relativas à intermediação financeira. Entre elas, podem-se destacar: as Sociedades de Crédito Imobiliário, os Bancos de Investimento, as Financeiras, as Associações de Poupança e Empréstimo, as Sociedades Corretoras e Distribuidoras de Títulos.

Além disso, buscou-se consolidar o mercado voluntário de dívida pública no país. Em CHACEL *et al.* (1974), são observados os efeitos da inflação crescente brasileira na década de 1950 sobre o mercado de títulos públicos. A conjunção do processo



inflacionário com a já estabelecida Lei da Usura<sup>5</sup> limitava a capacidade do Estado brasileiro em atrair recursos a prazos mais alongados com o fim de financiar o processo de industrialização nacional, tendo em vista que, diante do risco de perdas reais, a poupança privada direcionava-se cada vez mais a aplicações financeiras de menor duração. Segundo o trabalho em questão, ocorreu uma brusca queda na demanda por títulos da dívida pública federal à época. A combinação do avanço inflacionário, durante os anos 1950, com a existência da Lei da Usura restringia, portanto, o estabelecimento de instrumentos voluntários de dívida pública no país.

Conforme explicitado em SIMONSEN (1995), o conjunto de reformas na área financeira que complementou o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), durante o mandato do presidente marechal Humberto Castello Branco (1964-66), continha entre as suas medidas, a promulgação da Lei 4357, através da qual foram criadas as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), títulos públicos federais que tinham seu valor nominal reajustado periodicamente pelo Ministério do Planejamento de acordo com o poder aquisitivo da moeda nacional.

A combinação da estratégia do PAEG, de combate à inflação (crescente a partir da década de 1950) de maneira gradual, com o objetivo central das reformas propostas, de captação de recursos privados com a finalidade de financiar o processo de industrialização do país, exigiu do governo a adoção do expediente da correção monetária como forma de proteção ao retorno real dos capitais investidos em títulos da dívida pública federal. A institucionalização de tal expediente buscou viabilizar a adoção dos instrumentos voluntários de dívida pública, ao proteger os detentores desses títulos dos efeitos corrosivos da inflação sobre seus rendimentos.

A criação de títulos públicos indexados tinha, portanto, o intuito de restabelecer o prestígio da dívida pública federal. Contudo, a partir disso, acabou por instituir-se o instrumento da correção monetária<sup>6</sup> ou indexação legal aos contratos monetários de várias

---

<sup>5</sup> A Lei da Usura, promulgada em 1933, proibia a cobrança de juros nominais superiores a 12% ao ano.

<sup>6</sup> Conforme definição apresentada em SIMONSEN (1975), diz-se por correção monetária “o reajuste periódico e automático de determinados valores de acordo com determinados índices que traduzam a taxa de inflação” (SIMONSEN, 1975, pág. 65).



naturezas, tais como fiscais e imobiliários. O valor das ORTN tornou-se indexador oficial dos contratos em moeda nacional<sup>7</sup>.

### **A ampla indexação contratual e seu potencial desestabilizador**

Em BARROS (2016), faz-se uma análise descritiva da evolução histórica do sistema de indexação brasileiro. O trabalho em questão inicia a sua análise observando que o controle que se obteve no decorrer da década de 1960, no que concerne ao avanço do processo inflacionário, fez com que o instrumento da indexação pouco fosse utilizado no mercado financeiro nacional até o 1º Choque do Petróleo, em 1973. A partir dos reflexos desse evento, que começaram a ser sentidos na economia brasileira já em 1974, se restabeleceu o soerguimento do curso da inflação. Nesse contexto, verificou-se que os agentes econômicos passaram a buscar proteção aos seus ativos através da adoção dos contratos financeiros indexados. Segundo o autor:

*Diante das incertezas sobre o comportamento futuro da inflação os investidores passaram a procurar os contratos financeiros com correção monetária. É o período de ouro dos títulos públicos, federais e estaduais, e a primeira grande corrida às cadernetas de poupança (BARROS, 2016, pág. 6).*

O trabalho citado descreve, a partir de então, todo um processo de consolidação e desenvolvimento do instrumento da correção monetária ou indexação na economia nacional. O desenrolar desse processo se deu a partir do caráter que assumiu a questão inflacionária do país. Indexação e inflação passaram a compor uma única trama, que se conformou na medida em que a primeira ao mesmo tempo em que viabilizou e preservou o funcionamento da economia na existência da segunda, promoveu a autorreprodução desta segunda a partir de seu próprio mecanismo.

Tendo origem, conforme SIMONSEN (1995) e já verificado na seção anterior do presente trabalho, com a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) – na tentativa de promover no país a adesão aos instrumentos voluntários de dívida para o financiamento do investimento público, sem a utilização do expediente da

---

<sup>7</sup> “A ORTN foi concebida como instrumento de combate à inflação. Pretendia-se com sua colocação, evitar o financiamento dos déficits públicos via emissão monetária. (...) Não era objetivo explícito da Lei nº 4357 transformar a ORTN em unidade de conta indexada, mas a multiplicação dos casos de correção monetária previstos em lei conferiu-lhe naturalmente esse papel” (SIMONSEN, 1995, pág. 33).



emissão de moeda – a correção monetária ou indexação foi, progressivamente, sendo incorporada à dinâmica econômica brasileira.

Nessa direção, OLIVEIRA (2010) observa que, a partir do Governo Costa e Silva (1967-69), a indexação começou a se generalizar na economia diante da pressão da sociedade pela inclusão dos reajustes salariais na cláusula indexatória<sup>8</sup>. O trabalho referido ressalta que o não alcance das metas estabelecidas pelo PAEG e a aceleração da inflação a partir de 1974 motivaram a prorrogação do tempo e a ampliação na utilização do instrumento da indexação.

Em consonância com o verificado acima, SIMONSEN (1995) afirma que a multiplicação dos casos de correção monetária previstos em lei conferiu à ORTN o papel de unidade de conta indexada<sup>9</sup>. De acordo com MOURA E SILVA (1979), estabeleceu-se no país, a partir daí, uma dualidade de unidades de conta nas quais boa parte dos valores contratuais passou a ser expressa. Definiu-se, assim, a coexistência de dois subsistemas contratuais. Um subsistema de contratos em termos reais – aos quais eram conferidos reajustes automáticos conforme as taxas de inflação – e um subsistema de contratos em termos nominais – que não guardavam nenhuma relação automática com a evolução dos preços e os reajustes eram feitos de maneira discricionária<sup>10</sup>.

Diante dessa estrutura institucional, é apontado em MOURA E SILVA (1979), o enorme potencial desestabilizador contido em uma drástica elevação da inflação, tal qual a ocorrida a partir do 1º Choque do Petróleo, em 1973. Tal elevação da taxa de inflação levaria, concomitantemente, a uma elevação da taxa esperada de conversibilidade entre a unidade de conta oficial da economia (cruzeiros) e a unidade de conta indexada (ORTN ou UPC) e, portanto, entre os contratos nominais e os contratos reais. Em vista disso, ante a dispersão de expectativas quanto ao curso futuro da inflação, os agentes credores

---

<sup>8</sup> Tendo em vista o objetivo de combate à inflação contido no Plano que fora proposto pelo Governo Castello Branco (PAEG) e o entendimento dos limites que deveriam ser impostos à abrangência dos contratos indexados, aos salários havia sido estipulada uma regra de reajustes abaixo da taxa de inflação. Havia o entendimento, por parte dos formuladores do PAEG, de que “a generalização desse expediente para todos os contratos da economia, incluindo os salariais, ensejaria uma espiral inflacionária de caráter inercial” (OLIVEIRA, 2010, p. 12).

<sup>9</sup> A partir da ampliação do uso da ORTN como unidade de conta indexada, em especial no que concerne ao setor imobiliário, esta recebe o jargão de UPC – Unidade Padrão de Capital (SIMONSEN, 1995, p. 33).

<sup>10</sup> MOURA E SILVA (1979) destaca a distinção existente entre contratos em termos reais (com correção monetária), os quais tinham seus valores reajustados automaticamente conforme a inflação, e os contratos submetidos ao controle discricionário de reajustes de preços.



passariam a preferir contratos em termos reais, a fim de evitar possíveis perdas de capital. Conformer-se-iam, assim, “dramáticos movimentos de fundos do setor financeiro que contrata em termos nominais para o que contrata em termos reais” (MOURA E SILVA, 1979, p. 94). A coexistência de dois distintos subsistemas contratuais condicionava a estabilidade e o desenvolvimento financeiro nacional à estabilidade inflacionária.

Conforme observado em BARROS (2016), a alteração do quadro inflacionário em 1974 determinou a reversão das expectativas dos agentes econômicos em função da quebra na confiança dos mesmos sobre a continuidade do controle da inflação. Nessa linha, o autor diz que “diante das incertezas sobre o comportamento futuro da inflação, os investidores passaram a procurar os contratos financeiros com correção monetária” (BARROS, 2016, p. 6). Sendo assim, definiu-se uma enorme concentração de capitais no “setor de contratos em termos reais” a partir do aumento drástico na demanda por ativos providos do expediente da indexação.

Vale dizer, que a utilização da cláusula indexatória nesse primeiro momento era de exclusividade dos instrumentos públicos de captação financeira. As instituições privadas se recusavam a emitir títulos nesses termos, em vista do risco de insolvência frente à possibilidade de flutuações na taxa de inflação (MOURA E SILVA, 1979). Estabeleceu-se, dessa maneira, um contexto de profundo desequilíbrio no mercado financeiro brasileiro. Enquanto, por um lado, houve excesso de liquidez aos instrumentos de dívida com correção monetária (“setor de contratos em termos reais”), sendo a totalidade deles constituídos por títulos públicos. Por outro lado, extinguiu-se o provimento de recursos à captação em termos nominais, determinando a insolvência por iliquidez de inúmeras instituições financeiras e empresas privadas (Ibidem).

Na mesma direção, afirma-se em OLIVEIRA (2010), que “a existência de um ativo emitido pelo setor público e com proteção contra a inflação contribuiu (...) para centralizar a poupança financeira no Estado” (OLIVEIRA, 2010, p. 10). A partir disso, concentrou-se nas agências estatais boa parte da intermediação financeira do país, conferindo à atuação do governo o protagonismo na definição da dinâmica econômico-financeira que se deu posteriormente.



## **A atuação do Estado brasileiro, a modificação na dinâmica econômico-financeira do país e o rentismo financeiro**

Diante da concentração de boa parte dos recursos financeiros no “setor de contratos em termos reais”, composto basicamente por agências estatais, e da conformação de uma crise de liquidez no “setor de contratos em termos nominais”, composto das instituições financeiras e empresas privadas, a atuação do Estado brasileiro assumiu, assim, papel preponderante na definição da dinâmica econômico-financeira posterior, na medida em que nele centralizou-se grande parte da intermediação financeira do país.

De acordo com MOURA E SILVA (1979), com o fim de salvar as instituições financeiras e as empresas privadas pertencentes ao setor de contratos em termos nominais, imersas em uma crise de liquidez, constituiu-se um “complexo sistema de crédito seletivo, administrado pelo Banco do Brasil e Banco Central” (MOURA E SILVA, 1979, p. 108) a realizar operações subsidiadas em prol de instituições financeiras insolventes e específicos setores produtivos. O trabalho referido destaca ainda, a expansão na concessão de crédito realizada pelas demais agências financeiras estatais – tais como, o Banco Nacional de Habitação (BNH), o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE) e a Caixa Econômica Federal (CEF)<sup>11</sup> – dentro do mesmo intuito de resgate ao setor de contratos em termos nominais. Nesse sentido, estabeleceu-se um crescimento significativo da taxa de expansão de crédito por parte do setor público.

Além disso, também se fez uso de artifícios com o fim de reequilibrar o mercado financeiro nacional. Buscando, por um lado, aumentar a atratividade dos títulos financeiros não indexados e elevar a liquidez no setor de contratos em termos nominais, flexibilizaram-se os limites máximos impostos às taxas de juros nominais, visando propiciar a elevação da rentabilidade dos títulos não indexados, e possibilitou-se o encurtamento nos prazos das operações financeiras, no sentido de fornecer maior segurança aos detentores de tais títulos frente ao avanço da inflação.

---

<sup>11</sup> É importante salientar que as agências estatais mencionadas (BNH, BNDE e CEF) tinham por instrumentos principais de captação de recursos, modalidades específicas de poupança, principalmente compulsórias, as quais eram providas da cláusula de correção monetária.





De outro lado, na direção oposta, procurando desestimular a demanda por ativos providos de correção monetária e descentralizar os recursos do setor de contratos em termos reais, impôs-se um limite máximo para a taxa de correção monetária, na tentativa de reduzir a taxa esperada de conversibilidade entre a unidade de conta oficial (Cruzeiros) e a unidade de conta indexada (UPC ou ORTN), e arbitraram-se modificações discricionárias à fórmula da cláusula de indexação, buscando conter a autorreprodução inflacionária, que passou a se conformar em linha com a generalização dos reajustes automáticos estabelecidos ante a ampliação da cláusula indexatória aos contratos de diversos tipos, especialmente salariais.

Contudo, a intensa dispersão dos preços relativos frente ao avanço inflacionário fez com que tais medidas não surtiram o efeito desejado, mantendo a incerteza e o medo de prejuízos elevados por parte dos agentes credores da economia e, por conseguinte, a transferência da poupança financeira do setor de contratos em termos nominais para o setor de contratos em termos reais. Além disso, as ações promovidas no sentido de controlar a taxa de correção monetária determinaram a progressiva perda de confiança dos agentes no sistema de indexação. Conforme OLIVEIRA (2010), iniciativas desse tipo quebraram “a confiança na expectativa de que a correção das ORTN refletiria a inflação efetiva com margem de erro aceitável” (OLIVEIRA, 2010, p. 14). A perda de credibilidade da correção monetária definiu uma tendência ao encurtamento de prazos dos títulos indexados (ORTN).

Outra importante frente de atuação do Estado, correspondeu ao *modus operandi* e à direção da política monetária praticada no contexto especificado. Segundo assinalado em PEDRAS (2009), a partir de 1969, o mercado voluntário de títulos públicos já havia se consolidado no Brasil, o que, segundo o autor, viabilizou a utilização de tal instrumento não apenas para a captação de recursos privados ao financiamento público, mas também para a condução da política monetária do país. A mesma se deu por meio de operações de compra e venda de títulos públicos, realizadas pelo Banco Central no chamado “Mercado Aberto” (*Open Market*). Por meio do Decreto-Lei nº 1079/70, foram criadas as Letras do Tesouro Nacional (LTN) – títulos públicos prefixados (não indexados) e com menor prazo de maturidade do que as ORTN – com o intuito específico de executar a política



monetária. A Autoridade Monetária, através da compra e venda das LTN no Mercado Aberto, buscava controlar o nível de liquidez da economia.

No que diz respeito a sua direção, adotou-se uma política monetária contracionista a fim de restringir a liquidez da economia e tentar combater o avanço inflacionário. Nesse sentido, o Banco Central atuava vendendo LTN e retendo moeda do público. Por sua vez, para viabilizar a venda das LTN (não indexadas), era preciso que estas estivessem em condições de competir com as ORTN (indexadas). Isso passou a obrigar da Autoridade Monetária a regulação das taxas de juros das LTN em conformidade com os rendimentos corrigidos oferecidos pelas ORTN, o que significou conferir rentabilidade real positiva àquelas num contexto de progressivo crescimento da taxa de inflação.

Todavia, frente à expansão das operações creditícias (meios de pagamento) por parte das agências públicas, com a finalidade de resgatar as instituições financeiras e empresas privadas que se viam insolventes em função da restrição de liquidez ao setor de contratos em termos nominais, de acordo com MOURA E SILVA (1979), perdia-se o efeito restritivo da política monetária, “a cada ciclo de contração da taxa de expansão da base monetária, segu(ia)-se uma expansão “espontânea” de crédito” (MOURA E SILVA, 1979, p. 110). Diante disso, para manter o caráter contracionista da política monetária, o Banco Central era obrigado a lançar mão de substancial volume de LTN à venda no mercado aberto, a fim de que as contrações na base monetária compensassem as expansões nos meios de pagamento, imputando a necessidade de novas emissões de títulos por parte do Tesouro.

Em vista da grande emissão de LTN para a operacionalização da política monetária e dos elevados níveis de juros oferecidos pelas mesmas, em compensação aos rendimentos corrigidos dos títulos indexados, se deu substancial elevação da dívida pública interna brasileira. Conforme destacado em MOURA E SILVA (1979), o governo passou a constituir a fonte de financiamento de suas próprias obrigações através de diferenciais negativos entre as taxas de aplicação e captação de recursos.

Definiu-se, assim, um esquema de intermediação financeira por parte do Estado brasileiro em que, de um lado, vendiam-se títulos públicos federais com patamares de remuneração estabelecidos a partir dos rendimentos reais oferecidos pela correção monetária, e de outro, eram oferecidas pelo Banco Central e agências estatais operações



creditícias a juros subsidiados. De acordo com a explicação conferida em FEIJÓ e ARAÚJO (2018):

*(...) o Estado, emitindo títulos públicos indexados, tornou-se cada vez mais um intermediário financeiro, absorvendo recursos do público, através da venda de títulos indexados, e transferindo-os novamente para o setor privado, a taxas de juros efetivas mais baixas através de crédito subsidiado. (FEIJÓ e ARAÚJO, 2018, p. 6).*

Segundo MOURA E SILVA (1979), os recursos adquiridos pelo setor privado a taxas subsidiadas, por meio dos créditos ofertados pelas instituições governamentais, passaram, assim, a encontrar destino rentável e seguro na aquisição dos próprios títulos públicos federais, com remuneração real garantida a partir dos patamares mínimos de juros delimitados pela correção monetária. Tal esquema “cri(ou) um estímulo ao endividamento para financiar aquisição de haveres financeiros não-monetários”, quais sejam, os próprios títulos públicos federais, “desencorajando, dessa forma, investimento produtivo” (MOURA E SILVA, 1979, p. 115). Estabeleceu-se, dessa maneira:

*(...) uma forte onda de acumulação financeira em detrimento da acumulação de capital produtivo, dando origem, assim, à especulação poeticamente batizada no país de “ciranda financeira”. (...) À essa situação tenho chamado de “armadilha do título público federal” (MOURA E SILVA, 1979, p. 111/115).*

Tendo em vista o elevado grau de incerteza presente na economia, os agentes econômicos passaram a buscar refúgio nas condições propícias oferecidas pelos títulos públicos federais de curto prazo. A acumulação rentista baseada em capital financeiro curtoprazista se sobrepõe, assim, ao processo de acumulação produtiva, definindo um cenário ulterior marcado pela longa estagnação econômica. Tais circunstâncias determinam, dessa forma, a transfiguração do caráter inicialmente atribuído aos títulos públicos federais. Estes deixam de ser instrumentos de captação de recursos a prazos mais alongados para o financiamento do investimento público e tornam-se ativos com elevada rentabilidade e liquidez – que por combinarem tais atributos recebem a alcunha de “Quase Moeda” ou “Moeda Indexada” – passando a constituir insumo à acumulação rentista-financeira em detrimento da acumulação produtiva.



## **A modificação da dinâmica econômico-financeira do Brasil e a financeirização precoce**

Nessa seção, busca-se conciliar a compreensão verificada previamente – a respeito do processo econômico brasileiro delineado conforme a questão da indexação e a modificação da dinâmica econômico-financeira do país – com a linha de pesquisa, presente na Academia, que trata a financeirização no Brasil como um fenômeno precoce, o qual toma forma entre os anos 1970 e 1980, ainda antes daquilo que mais comumente se concebe como marco desse fenômeno em economias periféricas, a abertura/liberalização financeira.

Fazendo referência a trabalho precursor e vanguardista no que se refere à temática da financeirização<sup>12</sup>, BRUNO *et al.* (2011) conceituam tal fenômeno como uma “*norma sistêmica de riqueza*”. Por *norma de riqueza*, entende-se um determinado padrão de produzir e acumular riqueza, o qual adquire *caráter sistêmico* ao redefinir as estratégias dos agentes econômicos como um todo e modificar a dinâmica estrutural macroeconômica.

No que diz respeito especificamente à financeirização, ainda de acordo com o trabalho citado, os princípios que norteiam tal padrão de riqueza têm como base de sua constituição, a lógica financeira. Ou seja, preponderam na forma de atuação dos participantes da economia, inclusive das instituições governamentais, os princípios regidos pela lógica de acumulação capitalista financeira (“dominância financeira”). Na medida em que a “finança” passa a ocupar posição dominante no que concerne à revalorização dos capitais e às possibilidades de enriquecimento privado, toda a dinâmica econômica passa a se conformar em função dela.

Guarda relevância, aqui, destacar que a prevalência da lógica da “finança”, em conformidade com aquilo que se concebe por financeirização, se dá dentro de um contexto em que a acumulação financeira se desvincula da acumulação produtiva, sobrepondo-a e, em última instância, impedindo a sua expansão em função da divergência de seus princípios norteadores e da confrontação entre as ações e medidas tomadas em prol desta ou daquela.

---

<sup>12</sup> BRAGA, J. C. Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Tese (doutorado), Unicamp, São Paulo, 1985.



Em LAVINAS *et al.* (2017), é feita exposição introdutória a respeito da maneira pela qual o fenômeno da financeirização se estabelece na economia mundial, determinando um “novo estágio de desenvolvimento do capitalismo” definido a partir da “expansão acelerada do setor financeiro (...) já não mais subordinado à produção” (LAVINAS *et al.*, 2017, p. 4), e se espalha das economias centrais para as periféricas através do processo abertura/liberalização financeira destas últimas. Aponta-se no mesmo trabalho, entretanto, a peculiaridade do caso brasileiro.

Fazendo referência ao texto pioneiro já mencionado, de José Carlos Braga<sup>13</sup>, os autores destacam uma precoce tendência da economia nacional à financeirização, conformada ela, a partir das condições que se colocaram no contexto econômico do país entre os anos 1970 e 1980. Nas próprias palavras dizem:

*(...) o fenômeno da financeirização no Brasil foi gestado nos anos 1970 e avança nos 1980, antes mesmo que esse conceito fosse elaborado e objeto de pesquisa nas décadas subsequentes. (LAVINAS et al., 2017, p. 10).*

O contexto do período referido e as condições que se verificaram na economia nacional conectam essa linha de compreensão, a respeito do processo precoce de financeirização da economia brasileira, ao escopo do presente trabalho.

Nessa direção, LAVINAS *et al.* (2017) destacam a propensão “de as empresas e bancos darem preferência à acumulação de ativos financeiros desvinculada do compromisso com inversões futuras no setor produtivo” (LAVINAS *et al.*, 2017, p. 5), a partir da exacerbação de sua preferência pela liquidez ante a deflagração do processo inflacionário e a difusão dos mecanismos institucionais de correção monetária.

Segundo o trabalho referido, em consonância com BRUNO *et al.* (2011), a amplificação do uso da indexação na economia nacional, como meio de proteção aos agentes econômicos contra a inflação crescente, deu origem a uma dualidade monetária a qual tomou forma no expediente dos títulos públicos federais de curto prazo, a “moeda indexada”. Isso, por sua vez, possibilitou a expansão da acumulação rentista sobre a base dos “ganhos inflacionários derivados da rolagem da dívida pública no processo que se tornaria conhecido por “ciranda financeira”” (LAVINAS *et al.*, 2017, p. 10).

---

<sup>13</sup> Ibidem.



Operou-se, assim, o desenvolvimento de um esquema próprio de acumulação financeira no Brasil, tendo como eixo central de sua conformação, o endividamento público interno. Esse esquema foi possível devido às mudanças institucionais que deram amparo ao processo de indexação formal de contratos, o qual, a partir da aceleração da inflação, tornou-se generalizado. Diante de uma economia amplamente indexada, em um contexto de elevada incerteza e alto grau de preferência pela liquidez, a possibilidade de enriquecimento privado através de operações financeiras com títulos públicos de curto prazo definiu “a substituição das imobilizações em capital fixo pelos produtos e serviços financeiros” (LAVINAS *et al.*, 2017, p. 10).

O rentismo se expande no país, a partir da utilização da “moeda indexada” como instrumento de acumulação especulativa pelo setor bancário-financeiro. Tal setor, por sua via, progressivamente, é elevado à condição de hegemonia, deslocando o centro da acumulação no país das atividades produtivas para o rentismo especulativo. A consolidação da hegemonia do setor bancário-financeiro determina as transformações institucionais que se processam ao longo das décadas seguintes, especialmente, aquelas que levam à abertura/liberalização financeira e ao estabelecimento de um padrão de inserção internacional condizente com os interesses da “alta finança” mundial (BRUNO *et al.*, 2011; LAVINAS *et al.*, 2017).

Conforme BRUNO *et al.* (2011), a acumulação financeira passa, então, a nortear a condução das políticas econômicas e o arranjo institucional da nação. As estratégias não apenas do setor bancário-financeiro, mas também das empresas, famílias e instituições, tais como, o Banco Central e o Tesouro Nacional, são determinadas pela lógica da “finança”. As operações de financiamento, os investimentos produtivos e as despesas públicas ficam, assim, condicionados às condições propícias do mercado financeiro.

Nesse sentido que, ainda segundo o trabalho citado acima, toda a dinâmica macroeconômica do país é modificada pela financeirização. A dominância financeira, ao estabelecer a prevalência das determinações da lógica financeira e as condicionalidades do mercado financeiro sobre o funcionamento da economia nacional, nas palavras dos autores, “reproduz os limites estruturais ao desenvolvimento econômico brasileiro” (BRUNO *et al.*, 2011, p. 746).





## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARROS, Luiz Carlos Mendonça. A moeda indexada: Uma experiência brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 2, n. 1, p. 3-24, 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643297/10822>. Acesso em: 31 Jul. 2021.

BRUNO, Miguel *et al.* *Finance-Led Growth* Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 5, p. 730-750, 2011. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/JTNMBQRxKfkkkLbpDRzmcvG/?lang=pt>. Acesso em: 31 Jul. 2021.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 10, n. 4 (40), p. 62-82, 1990. Disponível em: <http://www.rep.org.br/PDF/40-4.pdf>. Acesso em: 31 Jul. 2021.

CHACEL, Julian, SIMONSEN, Mario H., WALD, Arnoldo. **A correção monetária**. Rio de Janeiro: APEC, 1974.

FEIJÓ, Carmem e ARAÚJO, Eliane. Do regime de alta inflação para a estabilidade de preços: o papel da política monetária na obra de Cardim de Carvalho. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. (Eds.). **Moeda e Sistema Financeiro**: ensaios em homenagem a Fernando Cardim de Carvalho. Santa Maria: Editora UFSM, 2019.

HERMANN, Jennifer. *Financial structure and financing models: the Brazilian experience over the 1964-1997 period*. **Journal of Latin American Economic Studies**, v. 34, p. 71-114, 2002. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3875388?seq=1>. Acesso em: 02 Mai. 2020.

KANDIR, Antônio. **A dinâmica da inflação**: uma análise das relações entre inflação, fragilidade financeira do setor público, expectativas e margens de lucro. São Paulo: Nobel, 1989.

LAVINAS, Lena; ARAÚJO, Eliane; BRUNO, Miguel. **Brasil**: vanguarda da financeirização entre os emergentes? Uma análise exploratória. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2017. (Texto para Discussão, n. 32). Disponível em: [https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2017/TD\\_IE\\_032\\_2017\\_LAVINAS\\_ARA%C3%A7O\\_BRUNO.pdf](https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2017/TD_IE_032_2017_LAVINAS_ARA%C3%A7O_BRUNO.pdf). Acesso em: 31 Jul. 2021.

MOURA E SILVA, Adroaldo. **Intermediação financeira no Brasil**: origens, estrutura e problemas. FEA/IPE/USP: São Paulo, 1979.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. Moeda indexada, indexação financeira e as peculiaridades da estabilidade monetária no Brasil. **Revista Economia Ensaios**, Uberlândia, MG, v. 24, n. 2, p. 7-26, 2010. Disponível em: <http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/3749>. Acesso em: 18 Mar. 2020.

PEDRAS, Guilherme Binato. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, Anderson Caputo, CARVALHO, Lena Oliveira e MEDEIROS, Otavio Ladeira de (orgs.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

SIMONSEN, Mario H. Correção monetária: a experiência brasileira. **Revista Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v. 29, n. 7, p. 65-71, 1975. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/view/70754/68185>. Acesso em: 29 Mar. 2019.

\_\_\_\_\_. **30 anos de indexação**. Rio de Janeiro: Editora da Fundação Getulio Vargas, 1995.

SOCHACZEWSKI, Antonio Claudio. **Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil**: 1952-1968. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993.



SUZIGAN, Wilson. Industrialização e política econômica: uma interpretação em perspectiva histórica. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 2, p. 433-474, 1975. Disponível em: [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6698/1/PPE\\_v5\\_n2\\_Industrializa%c3%a7%c3%a3o.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/6698/1/PPE_v5_n2_Industrializa%c3%a7%c3%a3o.pdf). Acesso em: 31 Jul. 2021.

TAVARES, M. C. Notas sobre o problema do financiamento numa economia em desenvolvimento – o caso do Brasil (1967). In: TAVARES, M. C. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**: ensaios sobre a economia brasileira. Rio de Janeiro: Zahar, 1976.

\_\_\_\_\_. Natureza e contradições do desenvolvimento financeiro recente (1971). In: TAVARES, M. C. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**: ensaios sobre a economia brasileira. Rio de Janeiro: Zahar, 1976.