

A DISCUSSÃO SOBRE AS FONTES DE FINANCIAMENTO INDUSTRIAL NO BRASIL ENTRE O FINAL DO SÉCULO XIX E O INÍCIO DO SÉCULO XX¹

Italo do Nascimento Mendonça²
Otávio Junio Faria Neves³

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo organizar a discussão existente na literatura econômica acerca das principais fontes de financiamento da indústria brasileira na virada do século XIX para o século XX. Para isso, buscou sintetizar as três vertentes sobre o tema: a que delega ao mercado de capitais importante papel para o financiamento da indústria; os trabalhos que apresentam a importância do crédito bancário para o surgimento de empresas industriais no período em questão e, por fim, a relevância do financiamento hipotecário como fonte de recursos para a indústria nacional.

Palavras-chave: história da indústria brasileira; financiamento industrial; indústria nacional.

ABSTRACT

The present study aims to organize existing discussion in economic literature about what were the main sources of financing for Brazilian industry at the turn of the 19th century to the 20th century. To this end, it sought to synthesize the three aspects on the topic: that which delegates an important role to the capital market in financing the industry; the works that present the importance of bank credit for the emergence of industrial companies in the period in question and, finally, the relevance of mortgage financing as a source of resources for national industry.

Key words: history of Brazilian industry; industrial financing; national industry.

Área Temática 3. HISTÓRIA ECONÔMICA, DO PENSAMENTO ECONÔMICO E DEMOGRAFIA HISTÓRICA

¹ O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes), código de financiamento 001.

² Doutorando em Economia, Universidade Federal de Uberlândia (UFU), Uberlândia-MG, (italo.mendonca@ufu.br).

³ Doutorando em Demografia, Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas-SP, (otavionevescg@hotmail.com).

INTRODUÇÃO

Entender como a indústria percorreu caminhos díspares entre os países requer a compreensão dos fatores que permitiram sua viabilização. A assimilação de como o processo de financiamento industrial ocorreu pode ser uma das vias. Tal vertente já é analisada desde meados do século XX, com o trabalho de Gerschenkron (1962) como pioneiro ao retratar a importância das instituições bancárias como financiadoras da indústria nascente. O seu trabalho foi sucedido pelo de outros autores, como o de Goldsmith (1969), que evidencia a importância do mercado financeiro nesse cenário de evolução industrial, dentre outros.

Dentro da questão do financiamento industrial, a análise das fontes do financiamento é objeto de escassas pesquisas que exploram o surgimento de setores industriais específicos dentro das nações, ou de estudos de casos de empresas consideradas importantes que poderiam ajudar a discernir melhor como o desenvolvimento industrial pode estar atrelado a estes fatores.

Hanley (2001) afirma que uma análise da situação das instituições financeiras nas primeiras fases do desenvolvimento econômico de uma nação é de sumária importância, pois permite a assimilação de como ocorre o processo de transição de uma economia de base essencialmente agrária para uma economia industrial, como no Brasil nos finais do século XIX e primeira metade do século XX. Contudo, estudos como esses enfrentam limitações no que tange às dificuldades teóricas e bases de dados esparsas no período em questão – o que dificulta entender como a oferta de financiamento contribuiu para um incipiente desenvolvimento da indústria brasileira nesse momento (Cortes et al., 2014). Desta forma, não há consenso – mas sim uma discussão – sobre a relevância de cada fonte de financiamento para o surgimento e consolidação da indústria brasileira.

O objetivo deste trabalho é organizar a discussão existente na literatura econômica acerca das principais fontes de financiamento da indústria brasileira na virada do século XIX para o século XX. Para atingir tal feito, buscou sintetizar as três vertentes sobre o tema: a que delega ao mercado de capitais importante papel para o financiamento da indústria; os trabalhos que apresentam a importância do crédito bancário para o surgimento de empresas industriais no período em questão e, por fim, a relevância do financiamento hipotecário como fonte de recursos para a indústria nacional.

Parte-se da hipótese de que o financiamento industrial é componente imprescindível na determinação do aparato da indústria nascente. Deste modo, é relevante entender como os estudos se debruçam acerca da evolução da indústria no Brasil, pois é a partir dessa discussão compreende-se se as empresas tiveram ou não acesso ao fluxo de capitais privados, se dependeram de bancos nacionais ou de bancos estrangeiros para se consolidar, ou, em certos casos, se o Estado foi o agente promotor do desenvolvimento industrial.

Além desta introdução, na segunda seção do trabalho apresenta-se o arcabouço teórico que permite entender a relevância dos estudos acerca do financiamento industrial. Na terceira seção, discute-se sobre a relevância do mercado de capitais criado no período como uma fonte de financiamento para a indústria. Na quarta seção, por sua vez, expressa a atuação do setor bancário como fornecedor de recursos financeiros para a indústria da época. A quinta seção discute brevemente o financiamento hipotecário como uma alternativa de recursos de longo prazo para a indústria. Por fim, são apresentadas as conclusões da pesquisa.

2 A DISCUSSÃO SOBRE O FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA BRASILEIRA ENTRE O FINAL DO SÉCULO XIX E O LIMIAR DO SÉCULO XX

Entender o financiamento da indústria brasileira é um trabalho muito importante, mas pouco debatido na literatura especializada. A discussão na economia sobre as fontes de financiamento que influenciaram a nascente indústria nacional entre o final do século XIX e início do século XX só se constituiu na virada para o século XXI. Esta pesquisa organiza as discussões expressas na literatura sobre o tema da seguinte forma:

- a) Alguns trabalhos apresentam que o mercado de capitais foi o principal responsável por possibilitar o financiamento necessário para o surgimento da indústria nacional. Trabalhos como o de Haber (1998), Hanley (2001), Aldo Musacchio (2009) e outros são exemplos dessa corrente de discussão;
- b) Há também trabalhos que concedem aos bancos (nacionais ou estrangeiros) o título de principais responsáveis por permitirem um surto de industrialização entre 1890 e 1940. As pesquisas de Triner (1996); Marcondes e Hanley (2010); Hanley (2014) e outros são elencadas neste conjunto de trabalhos por este motivo;
- c) Por fim, outros estudos – como o de Marcondes (2014) e o de Cortes *et al.* (2014) – discutem que alguns tipos de financiamento, como hipotecas, se destacaram por permitir que alguns tipos de indústrias obtivessem financiamento de longo prazo que eram difíceis de serem conquistados naquele período.

Compreender como a indústria nascente obteve recursos para seu surgimento e posterior consolidação permite a tentativa de identificar o panorama industrial do período. Ou seja, o porquê de alguns setores industriais se estabelecerem primeiro do que outros; o tamanho das indústrias que se instalavam no período; a evolução da capacidade produtiva da indústria com o passar das décadas; a predominância de um setor agrícola ao invés do setor industrial, dentre outros pontos. Esse argumento permite dizer que as fontes de financiamento industrial são importantes e, portanto, a trajetória de desenvolvimento econômico de um país muda de acordo com evolução de sua indústria (Gerschenkron, 1962).

Para entender como o desenvolvimento industrial pode ocorrer de maneiras distintas, há uma parte da literatura que analisa especificamente como o financiamento (privado ou público) possibilitou que isso ocorresse de forma mais profunda – envolvendo diversos setores da sociedade – ou ainda possibilitando entender quais tipos de instituições e mecanismos financeiros foram importantes para que a indústria tomasse forma.

As formas de financiamento são, inegavelmente, importantes para entender como um país pode consolidar sua indústria. Seja através de empréstimos feitos por particulares, pela rede bancária nacional ou estrangeira, pelo mercado de ações ou ainda pela intervenção direta do Estado em planejar o crescimento industrial, isso não muda o fato de que a indústria necessita de capital para se expandir vigorosamente. O que altera é o tamanho do capital necessário para cada setor industrial que está se criando: indústrias de bens de consumo não-duráveis necessitam de menor volume de capital para se consolidar do que indústrias pesadas, como as que exploram e refinam petróleo.

Segundo Costa e Santos (2012, p. 59), “o debate a respeito da importância do financiamento no desenvolvimento industrial deve levar em consideração os conceitos de estrutura e desenvolvimento financeiro”. Esta estrutura se refere ao mix de instituições,

mercados, instrumentos e contratos que tendem a harmonizar o funcionamento do sistema financeiro. Já o desenvolvimento seria a constante evolução na capacidade de alocação de fundos entre tomadores e poupadores, gerenciando riscos e facilitando decisões produtivas.

Matos (2002, p. 5) ressalta ainda que essa noção de desenvolvimento do sistema financeiro pode se referir também à “[...] capacidade das instituições financeiras de um país ou região colocarem à disposição dos agentes econômicos serviços que facilitem e intensifiquem as transações econômicas destes“. Portanto, de forma a capturar os efeitos do sistema financeiro no desenvolvimento industrial é necessário compreender melhor como é essa complexa relação.

Dadas essas definições e discussões a respeito da relevância de se pensar a ligação entre o sistema financeiro e o desenvolvimento econômico, analisa-se a partir deste ponto como o sistema financeiro pode ter sido importante para explicar o desenvolvimento industrial ao redor do mundo.

3 O MERCADO DE CAPITAIS COMO PROPULSOR DO DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL BRASILEIRO

O primeiro trabalho que elabora uma discussão sobre o financiamento da industrialização nacional é o do brasileiro Stephen Haber (1998). O autor segue a linha do institucionalista Douglass North (1990) que, em sua obra, argumenta que as instituições econômicas eficientes têm potencial para interferir no desenvolvimento econômico dos países. Haber (1998) dialoga que mudanças na regulamentação específica para o mercado financeiro brasileiro deram suporte para que o mercado de capitais funcionasse de forma mais eficiente.

O autor apresenta que os custos elevados de capital limitavam o financiamento industrial, principalmente para a indústria têxtil. O foco da obra é nos mercados de capitais pela importância destes para o crescimento econômico e porque são notadamente sujeitos à regulação governamental.

No Brasil – mais especificamente no período do império – o mercado de capitais não era consolidado a ponto de permitir mudanças profundas nas atividades econômicas, principalmente porque a forma de governo não permitia. A monarquia brasileira era economicamente conservadora e limitava o movimento dos capitais e a formação de instituições capitalistas, como bancos e sociedades anônimas, que necessitavam de autorização do governo imperial para iniciar suas atividades (Levy, 1994).

Somente com a Proclamação da República em 1889 é que se retiram as travas institucionais que afetavam a regulação do mercado de capitais brasileiro. A primeira dessas travas a ser desbloqueada foi a retirada da responsabilidade ilimitada no funcionamento das sociedades anônimas. Antes de 1890 a legislação criava desincentivos para que empresários emitissem ações e para que investidores comprassem essas ações, pois em casos de insolvência das empresas em que eles possuíam papéis, deveriam arcar com total responsabilidade sobre as dívidas, independentemente da quantidade de ações que eles possuíam ou mesmo se eles conseguissem se livrar desses papéis (Haber, 1998, p. 277).

Outro ponto importante que se modifica após a instituição da República Brasileira é a obrigatoriedade de divulgação de relatórios financeiros pelas empresas listadas no mercado de capitais. Segundo Haber (1998), com a necessidade de se divulgar

publicamente os balanços contábeis nos jornais e revistas estatais os nomes dos acionistas e a quantidade de ações que detinham, houve maior segurança por parte de novos investidores em saber em quais firmas investir dada a reputação dos seus acionistas e controladores. Isso permitiu, portanto, a redução dos custos de transação porque era possível observar a saúde financeira da empresa através de relatórios que agora eram tornados públicos.

Haber (1998) discorre que antes dessas mudanças (feitas, portanto, nas duas últimas décadas do século XIX) poucas empresas utilizavam o mercado de capitais para buscar financiamento para suas atividades. Com a mudança nesse cenário, a partir de 1890, diversas empresas começam a se financiar através da venda de ações para o público. Desse modo, elas conseguiram crescer de forma mais acelerada do que se não tivessem buscado o mercado de capitais.

Entretanto, Haber (1998) argumenta que não foram somente as alterações na regulação do mercado de capitais que surtiram efeito no financiamento industrial brasileiro. Outras questões, como a expansão das ferrovias, instituição de tarifas protecionistas e maior acesso ao capital bancário são fatores que também devem ser levados em consideração na explicação do desenvolvimento industrial brasileiro nesse período.

De modo sucinto, podem ser elencados três pontos importantes definidos por Haber (1998) que iriam permitir o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, que serviriam como pontos chave importantes para o surgimento e consolidação de diversas indústrias, como, por exemplo, a indústria têxtil. Os pontos são: a desregulamentação do setor bancário, que permitiria aos bancos o envolvimento em qualquer tipo de transação financeira que desejassem – incluindo-se a concessão de créditos de longo prazo, que não era muito comum no Brasil até então e também o investimento em títulos privados; em segundo lugar, a diminuição drástica da responsabilidade dos acionistas; e, por fim, o governo brasileiro instituiu um conjunto de leis que tornava obrigatório a divulgação de relatórios altamente incomuns para a época.

Essas alterações tiveram efeito imediato no mercado de capitais brasileiro: em menos de quatro anos, o capital nominal das empresas listadas nas bolsas de valores do Rio de Janeiro e São Paulo aumentaram mais do que quatro vezes, entre maio de 1888 e dezembro de 1891. Na década de 1890, com os efeitos do Encilhamento, as atividades bancárias e industriais tiveram um aumento considerável.

A questão principal de ingressar no mercado de ações era o acesso a capital de baixo custo, que podia influenciar no que Haber (1998) considerou como ‘o fator total de produtividade’. Empresas com produtos finais de qualidade mais elevada precisavam de máquinas e equipamentos tecnologicamente mais avançados e mais onerosos do que empresas com produtos finais de menor qualidade. Assim, tinham vantagens evidentes se comparadas a firmas privadas familiares, que tinham o acesso mais restrito ao capital.

A principal conclusão da obra de Haber (1998) se expressa da seguinte forma:

Essas mudanças institucionais significaram que muitas empresas (e empresas potenciais) não tinham mais restrições de capital. Nem toda empresa podia acessar o mercado de capitais, porque era necessário ter uma reputação bem estabelecida ou ter acesso a um intermediário que pudesse sinalizar aos investidores que uma empresa era um bom investimento. Ocorreu, porém, que um grande número de empresas conseguiu adotar a forma de capital social, com responsabilidade limitada e mobilizar capital fora de seus grupos fundadores. A queda no custo do capital significou que essas empresas tiveram mais flexibilidade na escolha da relação capital-trabalho. O resultado foi um

aumento no tamanho da indústria e um aumento na taxa de crescimento da produtividade (Haber, 1998, p.414).

Desse modo, fica evidente que as mudanças estabelecidas pelas instituições (alterações nas legislações feitas pelo governo brasileiro) propiciaram a evolução do mercado de capitais e o financiamento industrial das empresas que se estabeleciam no formato de sociedades anônimas através da emissão de ações. Portanto, o mercado de capitais foi importante para financiar as atividades industriais e seu desenvolvimento se deu com o auxílio de regulamentações feitas nas últimas décadas do Império e nos primeiros anos de República.

Outro trabalho que apresenta o mercado de ações como o facilitador do financiamento industrial brasileiro é a obra de Anne Hanley (2001), que expressa a importância da Bolsa de Valores para o financiamento de empresas em São Paulo, entre 1886 e 1917. O período de estudo é entre o final do século XIX e as duas primeiras décadas do século XX – semelhante ao trabalho de Haber (1998). A autora afirma que “a situação do setor financeiro nos primeiros estágios de desenvolvimento pode ser de particular importância para a transformação inicial de uma economia agrícola em uma economia industrial” (Hanley, 2001, p. 116).

Hanley (2001) apresenta que a primeira Bolsa de Valores do estado de São Paulo se formou como resultado de mudanças legislativas implementadas após a Proclamação da República, com a reversão de políticas cautelosas e conservadoras idealizadas durante o governo imperial. A criação da bolsa significou uma explosão de companhias criadas no formato de sociedade anônima na última década do século XIX. É mencionado no trabalho de Hanley (2001), que o valor do capital das firmas industriais organizadas como sociedades anônimas, já em 1907, representava 18,9% do total do capital industrial de São Paulo, evidenciando a importância do mercado de ações na indústria paulista.

Hanley (2001) demonstra também que a expansão das atividades na Bolsa de Valores foi reflexo do maior número de investidores individuais (ou acionistas) operando nesse mercado e financiando as atividades empresariais. Tal fato, segundo a autora, não é decorrente apenas do crescimento demográfico observado na capital paulista no período em questão.

Outro ponto importante do estudo é a constatação de que, após 1890, as empresas industriais começaram a buscar financiamento via mercado de títulos. Segundo Hanley (2001, p. 126), “os investidores começaram a considerar o financiamento de empréstimos de longo prazo para novos tipos de empreendimentos econômicos”. Mesmo que, logo após a Primeira Guerra Mundial, em 1919, as sociedades anônimas perfizessem menos de 5% do universo de empresas industriais paulistas, elas representavam metade do capital industrial. Daí a importância da Bolsa para o desenvolvimento econômico, pois empresas consideradas de médio e grande porte não tinham suas necessidades satisfeitas pelas fontes de financiamento tradicionais (Hanley, 2001).

É importante se entender, entretanto, que somente após a Proclamação da República que o mercado de ações se apresenta como uma opção viável para financiamentos:

Entre 1850 e 1890, o formato da sociedade anônima teve uma utilidade limitada para a comunidade de negócios de São Paulo, devido aos obstáculos reguladores estabelecidos pelo Código Comercial e pelas leis que o seguiram. Esses regulamentos exigiam que as sociedades anônimas solicitassem ao Governo Imperial um alvará de funcionamento, o que requeria um ato do Congresso. Era também exigido que essas sociedades tivessem uma parte

razoavelmente substancial do capital social já realizado, antes de iniciarem suas operações. A mais onerosa de todas as cláusulas era, no entanto, a que sobrecarregava os investidores com responsabilidade ilimitada em relação aos débitos das empresas em que investissem, por cinco anos a partir da data de compra da ação, mesmo que as ações tivessem sido negociadas nesse ínterim. Na época, reconheceu-se que essa cláusula era prejudicial aos negócios, o que lhe rendeu o apelido de "Lei dos Entraves". A economia brasileira era, naquela época, predominantemente agrícola, e as atividades comerciais e industriais não angariavam a simpatia do Governo (Hanley, 2001, p. 118).

Nesse cenário de incertezas e limitações institucionais, somente bancos, ferrovias e empresas estatais conseguiam angariar investimentos de forma relativamente fácil, devido ao tipo de atividade que realizavam; ferrovias, por sua vez, recebiam garantias de juros por parte do governo como forma de atrair investidores para sua construção e operação; empresas públicas (de transporte, por exemplo) não tinham garantia de juros, porém, detinham monopólio em suas operações e por isso eram vistas como opções seguras para se investir.

Em 1890 se organiza a primeira Bolsa de Valores de São Paulo. Hanley (2001) apresenta que as mesmas reformas legislativas discutidas por Haber (1998) foram importantes para a expansão das atividades econômicas nesse período. Atrelado a isso, as políticas monetárias implementadas favoreceram um intenso movimento especulativo (que foi o Encilhamento). Nesse quadro, mais de duzentas sociedades anônimas foram estabelecidas nos seis primeiros meses após as reformas em São Paulo (Hanley, 2001), sendo que, em 1887, somente trinta empresas nesse formato estavam em operação.

O surto industrial registrado no início da década de 1890 é interrompido pelos efeitos adversos do Encilhamento. No final da década, políticas monetárias contractionistas criaram um panorama insustentável para a sobrevivência de diversas empresas. O resultado disso foi que em 1905 o número de ações listadas na Bolsa de São Paulo era o mesmo que o observado no início da década anterior.

Entretanto, ainda que o cenário macroeconômico no limiar do século XX fosse hostil para sociedades anônimas, Hanley (2001) salienta que um pequeno, mas diversificado conjunto de novas empresas agora fazia parte do mercado de ações, sendo algumas delas empresas comerciais, de serviços públicos, mas, principalmente, indústrias que nunca antes haviam ofertado ações de forma pública.

Outra mudança importante registrada pela autora foi o aumento expressivo no volume e o no valor das ações entre 1886 e 1905. Para explicar esse fator, Hanley (2001) expressa que os bancos que operavam na década de 1890 eram significativamente maiores do que os bancos em funcionamento na década anterior. Além disso, duas empresas ferroviárias – a Paulista e a Mogiana – se expandiram consideravelmente nesse período, concentrando em seu poder grande parte do capital realizado na Bolsa de Valores. Ou seja, mais pessoas e mais empresas, direta ou indiretamente, estavam ligadas ao mercado de capitais no Brasil no começo do século XX.

Entre o período que vai de 1905 a 1917, Hanley (2001) apresenta que as principais mudanças observadas no mercado de ações foram o rápido crescimento no número e no tipo de ações e títulos que eram negociados nesse período. A autora afirma ainda que a indústria têxtil foi uma das principais indústrias impulsionadas pelo mercado de ações nesse período.

Uma das principais conclusões da obra de Hanley (2001) foi que o financiamento da indústria de São Paulo era um fenômeno local e a Bolsa foi seu principal veículo, com efeitos duradouros no desenvolvimento econômico (Hanley, 2001, p. 134).

No caso do desenvolvimento de São Paulo, parece que a confluência de condições macroeconômicas positivas associadas ao crescimento demográfico estimulou o crescimento da demanda interna, e um grupo de ávidos investidores criou uma espécie de *big bang* financeiro. No prazo de uma década, esse mercado de ações e títulos produziu um grande setor industrial financiado por capital aberto e propiciou, para cidades médias, a infraestrutura necessária para apoiar investimento e/ou a modernização de seus próprios negócios industriais e comerciais. A capacidade das maiores dessas empresas em suportar a contração do mercado, nos anos de crise, torna evidente que a Bolsa teve um efeito duradouro no desenvolvimento econômico (Hanley, 2001, p. 140).

Afirmar que o capital local (e não o estrangeiro) foi importante para o desenvolvimento do mercado de ações no Brasil significa expressar que o desenvolvimento industrial paulista foi possível, em grande parte, através da utilização de capital nacional – muitas vezes oriundos da expansão cafeeira.

Outro autor que analisa a influência da Bolsa de Valores como fonte de financiamento industrial no Brasil é Aldo Musacchio (2009). Para o autor, com um ambiente macroeconômico relativamente favorável e com fluxos de capitais externos constantes, as empresas nacionais conseguiram atrair um considerável número de acionistas, dadas as proteções existentes na lei na forma de estatutos – é mencionado que os investidores tinham mais acesso a informações detalhadas sobre as empresas, sua saúde financeira e a remuneração de executivos dessas companhias do que pessoas bem-informadas no mercado de ações de hoje (Musacchio, 2009).

Segundo Musacchio (2009), essas condições têm um efeito significativo na industrialização nacional, “porque é pela emissão de ações que se mobilizaram os recursos necessários para financiar a construção de ferrovias, empresas de manufatura, de serviços públicos, bancos e empresas de outros setores” (Musacchio, 2009, p. 2). Logo, a Bolsa de Valores auxiliou no processo de mobilização de recursos para setores emergentes na indústria, o que impactou positivamente a taxa de urbanização, industrialização e, conseqüentemente, o crescimento econômico.

Musacchio (2009) é contundente ao deixar explícito que o crédito advindo de bancos não auxiliou na industrialização paulista:

Os historiadores econômicos que estudam o papel do crédito bancário no financiamento da industrialização brasileira concordam que os bancos não tiveram um papel ativo no financiamento de longo prazo, tendendo a se especializar em descontar papéis de curto prazo e crédito de curto prazo para financiar exportações agrícolas e fornecer capital de giro para empresas (Musacchio, 2009, p. 60).

Afirmar que os bancos não eram pilares na oferta de financiamento para o desenvolvimento industrial evidencia que essas instituições financeiras, naquele momento da economia brasileira, ainda eram conservadoras e preferiam ofertar crédito de curto prazo. Isto foi reflexo de uma legislação que restringiu a oferta de crédito durante grande parte do século XIX. A assimetria de informação, a responsabilidade ilimitada e a presença de um número muito restrito de bancos em São Paulo influenciavam nessa decisão de se ofertar somente crédito a curto prazo.

Musacchio (2009) também demonstra que o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil começou relativamente tarde devido aos fatores limitantes e restritivos na legislação e na macroeconomia brasileira. O autor argumenta que o *boom* no mercado

de capitais brasileiro acontece entre 1880 e 1915. Tal expansão decorre da proteção contra abusos e má administração das sociedades anônimas que se instaurou de forma legal na legislação nacional.

A obra de Musacchio (2009) apresenta evidências robustas de que os recursos mobilizados pelos mercados de capitais favoreceram a transformação do Brasil – que até o final do século XIX é significativamente agrícola – em uma economia industrializada e mais urbana. Os mercados de capitais foram importantes para obter financiamento a longo prazo, pois os bancos ainda não forneciam esse tipo de financiamento (somente de curto prazo); além do que os bancos eram mais propensos a financiar a atividade cafeeira do que a industrial.

4 A EXPANSÃO BANCÁRIA E O FOMENTO ÀS ATIVIDADES INDUSTRIAIS NO BRASIL

Em outra linha de raciocínio, porém, alguns estudos apontam que as instituições bancárias tiveram grande contribuição para o financiamento das empresas no estado paulista. O trabalho de Hanley (2014) aponta que o surgimento de intermediários financeiros formais, como os bancos, auxilia na compreensão das limitações e possibilidades no que tange ao desenvolvimento econômico do país. Com o surgimento dessas instituições, espera-se um rompimento com o padrão de financiamento existente, geralmente feito através de particulares, como os chamados ‘comissários’ ou ‘homens de negócio’, que tem uma base de capital para empréstimos muito limitada.

Há dois problemas mencionados pela autora em relação a essas fontes de financiamento informais: o Brasil, do século XIX, sofria competição de mercadorias de maior qualidade importadas de países mais industrializados. Logo, para tentar equiparar o nível entre esses produtos, era necessária a aquisição de novas técnicas de produção, que, por sua vez, necessitavam de capital em maior vulto. O segundo problema era “a capacidade limitada de acumulação de capital para melhorias em serviços urbanos e infraestrutura, como a construção de ferrovias e portos” (Hanley, 2014, p. 27).

Porém, o processo de constituição e criação de um banco não era tão simples em um país que não tinha nem um século de independência. A soma vultuosa de capitais necessária para o estabelecimento de uma empresa bancária tornava esse processo um pouco mais complexo. Assim, ao longo das décadas, algumas leis foram criadas de modo a tornar possível a constituição de bancos no império brasileiro.

O primeiro aparato legislativo que facilitou a criação de bancos foi a Lei de 1849⁴, que criou a sociedade anônima como um formato de organização de negócios. Essas sociedades levantavam fundos vendendo ações a investidores interessados naquele tipo de negócio em questão, tornando mais fácil o acesso a capitais antes só negociados através de estreitas relações comerciais. Hanley (2014) apresenta que essa lei foi importante para os bancos em São Paulo porque a maioria deles se organizaria no formato de sociedades anônimas. Contudo, para que uma sociedade anônima pudesse entrar em funcionamento

⁴ O Decreto nº 575 de 10 de janeiro de 1849 estabeleceu regras para a incorporação de quaisquer sociedades anônimas, que só entrariam em funcionamento com autorização expressa do Império. Além disso, para o caso dos bancos, além da autorização governamental, havia também a exigência de capital mínimo realizado de vinte e cinco por cento. BRASIL. Decreto nº 575 de 10 de janeiro de 1849. Estabelece regras para a incorporação de quaisquer Sociedades anônimas. **Collecção das Leis do Imperio do Brasil de 1849**. Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1850. Tomo 2. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/norma/388333>. Acesso em: 07 jul. 2023.

era necessária uma autorização por parte do governo imperial. Esse processo era demasiado burocrático e dificultava a entrada de empresas no mercado nesse formato de sociedade.

Não somente essa lei atuava de forma negativa para a atuação de empreendedores no território brasileiro nesse período. Em 1860, uma lei foi promulgada de modo a dificultar ainda mais o estabelecimento de sociedades anônimas. Devido ao caráter restritivo dessa lei, ela ficou conhecida como ‘Lei dos Entraves’⁵:

A “Lei dos Entraves”, dessa maneira, fora formulada e aprovada para agir de forma restritiva, normativa e centralizadora sobre essas demandas, recaindo sobretudo no funcionamento das sociedades anônimas e comanditárias de caráter mercantil. Entretanto, o escopo da norma acabou por alcançar outras associações em muito distantes das atividades bancárias ou de crédito. Essa ingerência estatal sobre organizações civis que se dedicavam a diversos temas revelava, de acordo com Lacerda, não um suposto efeito secundário, mas sim o interesse direto do Estado Imperial em controlar as atividades das associações (Nery, 2020, p. 209).

O segundo ponto importante para o estabelecimento de bancos no território brasileiro no século XIX fora a criação do Código Comercial de 1850⁶, que segundo Hanley (2014, p. 28) “serviu de base para regulamentar as formas legais de cada tipo de organização empresarial, incluindo serviços bancários”. Desse modo, investidores e depositantes estariam mais amparados na forma da lei.

Na década de 1860 o governo brasileiro instituiu uma lei⁷ que permitia a formação de bancos hipotecários, como forma de tentar resolver a falta de crédito para o setor rural. Era um fato que a falta de crédito de longo prazo era um problema, pois dificilmente agricultores e fazendeiros conseguiam financiamento a ser pago em longo prazo, devido aos próprios nuances da atividade agrícola ou ainda porque os bancos dificilmente conseguiriam manter as suas posições caso houvesse corrida bancária se muitos empréstimos de longo prazo fossem emitidos.

Todavia, essa legislação cautelosa e conservadora foi rapidamente desmantelada já em 1890, após a revolução política e econômica instaurada com a Proclamação da República. A reforma de 1890⁸ cria o chamado banco universal – em uma tentativa de combinar, em uma única instituição, carteiras de investimento de longo prazo comuns a bancos hipotecários e crédito de curto prazo comumente cedidos em bancos comerciais. Só com esses instrumentos, os bancos aumentaram em número e diversificariam suas atividades, colaborando para a formação de empresas e para o desenvolvimento

⁵ A lei nº 1.083 de 22 de agosto de 1860 ficou conhecida como ‘Lei dos Entraves’. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim1083.htm. Acesso em: 09 jul. 2023.

⁶ O referido Código Comercial foi promulgado em 25 de junho de 1850, estabelecendo diretrizes para o comércio no território do império brasileiro. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/leimp/1824-1899/lei-556-25-junho-1850-501245-publicacaooriginal-1-pl.html>. Acesso em: 09 jul. 2023.

⁷ A lei nº 1.237 de 24 de setembro de 1864 objetivou a reforma da legislação hipotecária vigente e estabeleceu as bases das sociedades de crédito real. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM1237.htm. Acesso em: 09 jul. 2023.

⁸ O Decreto nº 165, promulgado em 17 de janeiro de 1890: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1851-1899/D165.htm e o Decreto 169-A, de 19 de janeiro de 1890: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1851-1899/D169-A.htm garantiram o funcionamento dos bancos universais e a oferta de financiamento hipotecário na Primeira República. Acesso em: 09 jul. 2023.

econômico. Porém, essa disposição em ajudar, levaria o setor bancário a uma grave crise já em 1900 (Hanley, 2014).

Porém, Hanley (2014) retrata o fracasso dos bancos universais – só dois foram formados ao longo da última década do século XIX – e a prevalência dos bancos comerciais. Segundo a autora, isso aconteceu devido ao insucesso dos formuladores de políticas governamentais em reduzir a incerteza como um obstáculo para fornecimento de empréstimos e crédito a longo prazo. Tanto o crédito para a indústria como para a agricultura era de alto risco na virada do século.

Hanley (2014) apresenta que no período entre 1849 e 1889 os bancos atuavam como intermediários financeiros e ofertavam crédito somente a curto prazo. Essas características eram resultantes das próprias condições macroeconômicas do período. A autora ressalta que a expansão bancária registrada nesse período foi feita com capital local – fornecido por investidores de São Paulo. Já entre 1890 e 1920, Hanley (2014) reforça que bancos nacionais sofrem com os efeitos do Encilhamento. Nesse período surge a figura de bancos estrangeiros, que rapidamente aumentam sua representatividade no cenário bancário paulista.

Hanley (2014) conclui que os bancos foram importantes para o fornecimento de crédito comercial. Em um primeiro momento, o crédito só era ofertado para clientes que mantinham uma relação de proximidade. Porém, com as mudanças nas legislações, o crédito impessoal tornou-se possível e auxiliou no desenvolvimento econômico paulista, seja no financiamento das atividades cafeeiras, na expansão urbana, nas atividades comerciais e nos serviços públicos que se estabeleciam nas cidades paulistas.

A crise bancária que ocorre no início do século XX leva a uma derrocada no sistema bancário nacional (Marcondes; Hanley, 2014). Todavia, Saes (1986) ressalta que a cidade de São Paulo, centro financeiro da época, logrou êxito em reestabelecer o sistema bancário logo após a crise mencionada, dado o poder do comércio de café, de atividades comerciais urbanas e das grandes empresas estabelecidas nesse período.

Gail Triner (1996), também analisa a importância dos bancos para os setores produtivos da economia brasileira, através de balanços publicados por bancos nacionais e estrangeiros entre 1906 e 1930. A autora aponta que após a desorganização do sistema bancário brasileiro no período entre 1890 e 1906, esse setor começou a se organizar de forma mais sistemática. Triner (1996) aponta que já em 1930 o setor bancário era nove vezes maior do que no início do século – enquanto a economia cresceu duas vezes e meia, no mesmo período.

Esse resultado foi possível graças a acumulação e realocação dos recursos financeiros na economia, seja através de relações pessoais entre bancos e redes pessoais ou entre bancos e outras instituições. Logo, o sistema bancário respondia ativamente ao ambiente econômico em que estava inserido. Triner (1996) discute que o sistema bancário estava ligado mais diretamente com a expansão industrial do que com a agricultura.

Para afirmar essa relação, a autora exhibe que o aumento do volume de depósitos bancários estava fortemente ligado com a atividade industrial, dado que, principalmente durante a Primeira Guerra Mundial, o setor agrícola exportador é momentaneamente colocado em segundo plano e a economia doméstica ganha mais destaque. Em uma análise desagregada para o estado de São Paulo através de um modelo com regressão, a autora demonstra a relação entre bancos e produtividade econômica.

Essa consolidação bancária no panorama econômico nacional ocorreu paralelamente ao desenvolvimento do setor monetário e do setor real da economia, ao

longo da Primeira República. Essa robustez adquirida permitiu um apoio ativo e eficiente na redistribuição do capital agrícola para os setores industriais (Triner, 1996, p. 150).

Saes e Szmerecsányi (1995), de forma análoga, também analisam o papel dos bancos na industrialização inicial de São Paulo. Primeiramente, os autores pontuam a evolução do sistema bancário paulista entre 1880 e 1930 – período em que essa industrialização paulista começava a se desenvolver – e, por conseguinte, tentam identificar os principais vínculos entre os bancos estrangeiros com a indústria fabril local nas primeiras décadas do século XX.

O trabalho apresenta que, os bancos estrangeiros, diferentemente dos bancos nacionais e regionais, não foram duramente afetados pela crise que assolou o incipiente sistema bancário nacional nos primeiros anos do regime republicano (Saes; Szmerecsányi, 1995). Isso se deu devido a diversificação de suas operações, que os permitiu intensificar sua competitividade perante os bancos nacionais.

É demonstrado que, já em 1910, “os seis bancos estrangeiros de maior expressão em terras brasileiras possuíam mais depósitos do que a mesma quantia somada em todos os bancos nacionais e regionais, fato que não se alterou durante a Primeira Guerra” (Saes; Szmerecsányi, 1995, p. 237). E é precisamente esse período que os autores apontam como sendo os ‘anos iniciais’ da industrialização paulista, ou seja, essas filiais dos bancos estrangeiros em território nacional tiveram participação decisiva na industrialização paulista.

Somente na década de 1920 os bancos estrangeiros começam a ‘perder terreno’ para os bancos nacionais e regionais. Tal fato se deu “pela implementação da Carteira de Redescontos e pela Reforma Bancária Federal feita em 1921, que sancionou critérios mais estritos para o funcionamento de bancos estrangeiros no Brasil” (Saes; Szmerecsányi, 1995, p. 239).

Portanto, é evidente que as instituições bancárias tiveram sua contribuição – seja de modo direto ou indireto – para que a industrialização paulista pudesse se concretizar no período em análise. Tantos bancos nacionais, quanto bancos estrangeiros tiveram contribuições importantes, seja para realocar capitais do setor agrário para o setor industrial, para criar relações pessoais com vista a financiar a criação de empresas e estabelecer um sólido alicerce para que as atividades industriais pudessem se manter ao longo do tempo, sem precisar de ‘amparos’ institucionais.

Analisando o apoio dos bancos para a consolidação de grandes companhias, o trabalho de Marques (2005) discorre sobre como um grande banco alemão teve sua influência para financiar a consolidação da Cervejaria Brahma. O seu estudo da documentação da companhia mostrou a existência de vínculos societários e fluxos de capitais entre empresas integrantes da comunidade de negócios alemã e a cervejaria (Marques, 2005, p. 87). Porém, a autora ressalta que não era iminente que o banco alemão tivesse sua operação focada em desenvolver a indústria paulista ou muito menos contribuir para o desenvolvimento econômico como um todo.

Outro trabalho que analisa a história de uma companhia para compreender melhor como foi a história de seu financiamento é o estudo de Assis e Marson (2018). Os autores investigam, a partir da análise de balanços patrimoniais, como foi a evolução do financiamento da Companhia Antártica Paulista entre 1890 e 1940. É pontuado que no caso desta companhia específica, o mercado de ações e títulos e aplicações em certos fundos e lucros reinvestidos foram determinantes para a expansão das atividades.

Os autores apresentam ainda que o mercado de capitais foi importante para permitir a obtenção dos recursos necessários para a expansão da companhia até 1920. A

partir de 1922 o financiamento via recursos próprios da companhia se torna a principal forma de financiamento. Outra mudança é registrada em 1930, quando o mercado de capitais ganha força e em 1937 se torna, novamente, a principal fonte de recursos da empresa. Logo, ao longo da trajetória da Companhia Antarctica Paulista se observa que diferentes fontes de recurso foram se alternando como as mais importantes para o financiamento das atividades e operações da empresa.

5 AS HIPOTECAS COMO FONTE DE FINANCIAMENTO INDUSTRIAL DE LONGO PRAZO

Outra fonte de recursos importante para o período em análise é o financiamento hipotecário. As hipotecas serviram como garantias para um financiamento considerado de médio a longo prazo, dadas as garantias exigidas para que tal prática se concretizasse. O trabalho de Marcondes (2014) aponta que o uso de hipotecas como fonte de financiamento começa a se expandir na segunda metade do século XIX, pois dependia de um sistema bancário minimamente desenvolvido.

Analisando especificamente o estado de São Paulo, o autor apresenta que “muitas transações hipotecárias se referiam a imóveis urbanos residenciais, comerciais e também industriais” (Marcondes, 2014, p. 768), exibindo que as indústrias também buscavam essa fonte de financiamento oferecendo como garantias imóveis em sua propriedade. Os imóveis industriais tinham presença mais significativa no montante de hipotecas paulistas registradas na década de 1890 do que imóveis comerciais.

Porém, o estudo revela que há perfis distintos no que tange ao mercado hipotecário paulistano. Bancos emprestavam maiores volumes de recursos com prazos de pagamentos e juros mais favoráveis para companhias, indústrias, comércio e serviços públicos. Já particulares que detinham capital para empréstimos – que o autor define como capitalistas – emprestavam para um maior contingente de pessoas, porém, em quantias menores e sob condições menos favoráveis (Marcondes, 2014).

Na mesma linha de raciocínio, o trabalho de Hanley e Marcondes (2010) também analisa o mercado hipotecário paulista na virada para o século XX a partir da ótica bancária. Menciona-se que a hipoteca foi “um meio importante para o financiamento dos mais variados tipos de instituições bancárias, porém limitada pelas restrições de crédito de longo prazo inerentes à economia brasileira da época”. (Marcondes; Hanley, 2010, p. 104).

Os autores demonstram que bancos estrangeiros tiveram grande importância nos empréstimos hipotecários, totalizando metade dos valores transacionados. Além disso, bancos nacionais com sede no Rio de Janeiro tiveram expressão no fornecimento dessa modalidade de crédito (Marcondes; Hanley, 2010).

O trabalho expressa que o aumento das transações com hipotecas em São Paulo ocorreu principalmente na primeira metade da década de 1890, graças a política monetária expansionista dos primeiros anos republicanos. Já na segunda metade da mesma década, dada a crise cafeeira e políticas monetárias restritivas, o financiamento hipotecário atinge um patamar pouco superior ao registrado antes da Proclamação da República (Marcondes; Hanley, 2010).

Por fim, o trabalho de Cortes, Marcondes e Diaz (2014) contribui para demonstrar como empréstimos hipotecários tiveram ligação direta para o crescimento industrial brasileiro. Os autores analisam hipotecas efetuadas por firmas industriais paulistas antes da Primeira Guerra Mundial. Além disso, observa-se que o mercado de crédito foi crucial

para os investimentos industriais em São Paulo e feita por agentes não bancários e domésticos.

Analisando dados de hipotecas industriais paulistas, discorre-se que o valor e o número de hipotecas foi crescendo durante o período compreendido entre 1866 e 1914. Esse aumento foi mais expressivo após a década de 1880 – dadas as mudanças ocorridas nas legislações. “Para muitas firmas paulistas, empréstimos hipotecários representavam 65% de seus capitais. No setor têxtil, esse valor ultrapassava 95%” (Cortes; Marcondes; Diaz, 2014, p. 195). Logo, pode-se dizer que as hipotecas também foram importantes no financiamento das companhias em um período em que a indústria estava se consolidando.

Os autores avaliam ainda que a expansão do crédito hipotecário para as indústrias paulistas estava diretamente ligada à aplicação desses recursos na importação de máquinas. “Logo, isso confirmaria o desenvolvimento financeiro sustentável brasileiro antes de 1914 e evidenciaria a conexão entre a intensificação financeira e o processo de industrialização nacional” (Cortes; Marcondes; Diaz, 2014, p. 203). Desse modo, é fato que o uso de hipotecas como fonte de financiamento teve sua importância mensurada por diversos estudos e é parte da história que tenta remontar as origens do financiamento industrial brasileiro.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa buscou organizar a discussão existente na literatura econômica acerca das principais fontes de financiamento da indústria brasileira na virada do século XIX para o século XX. Expressam-se, nessa seara, três fontes de recursos principais à disposição da indústria nascente no período: o mercado de capitais, o crédito fornecido pelo setor bancário e as hipotecas – representadas aqui como fonte de financiamento com prazo de pagamento maior do que as demais.

Como resultados, apresenta-se que não há um consenso sobre qual foi a principal fonte de financiamento para a indústria entre o fim do período imperial e as primeiras décadas do século XX. Alguns trabalhos corroboram o mercado de capitais como uma fonte importante de financiamento, permitindo a captura de recursos em uma escala maior do que o setor bancário podia assumir, dado os riscos e a incerteza existente.

Em relação ao setor bancário, ficou evidente que, em certo grau, as amarras institucionais e os entraves na legislação elaborada para os bancos desde meados do século XIX dificultou a oferta de crédito para as empresas – principalmente para as situadas no Rio de Janeiro e em São Paulo. Ressalta-se a rápida expansão bancária na virada do século XIX para o século XX, trazendo consigo a atuação de bancos estrangeiros, que participaram do financiamento de importantes indústrias do período.

O financiamento hipotecário, por sua vez, permitiu às empresas ao acesso de crédito com maior prazo para pagamento. Tais recursos, comumente, eram aplicados na aquisição de máquinas e equipamentos – em sua maior parte importadas para serem utilizados no processo fabril. Ressalta-se que o uso de hipotecas era fortemente atrelado à expansão bancária. Contudo, bancos nacionais não se arriscavam fortemente nesse tipo de modalidade de crédito. Daí a relevância da participação de bancos estrangeiros, cujas filiais abocanhavam metade das hipotecas realizadas no período.

Não obstante, esta pesquisa se debruçou sobre uma literatura escassa e nichada acerca do financiamento da indústria no Brasil. Trabalhos futuros poderiam buscar expressar de forma quantitativa a magnitude de cada tipo de financiamento nas empresas industriais ao longo do tempo. Esse é um desafio relevante, dada a escassez de dados e

informações financeiras e contábeis – seja no final do período imperial ou no começo da República.

Por fim, conclui-se afirmando que ainda que não seja possível finalizar a discussão sobre qual foi a principal fonte de financiamento da indústria brasileira entre o final do século XIX e o início do século XX, é correto pressupor que tanto o mercado de capitais e o setor bancário foram, à sua maneira, imprescindíveis para que se instalasse um aparato industrial no Brasil, que se desenvolveria ao longo do século XX e tivesse sua maturação na segunda metade deste século.

REFERÊNCIAS

ASSIS, Ellen Fonseca; MARSON, Michel Deliberali. As origens do financiamento industrial no Brasil (1891-1940): um estudo da Companhia Antarctica Paulista. **Análise Econômica**, v. 38, n. 77, 2020.

CORTES, Gustavo S.; MARCONDES, Renato L.; DIAZ, Maria Dolores M. Mortgages for machinery: credit and industrial investment in pre-World War I Brazil. **Financial History Review**, [s. l.], v. 21, n. 2, p. 191-212, 2014.

COSTA, Armando Dallas; SANTOS, Elson Rodrigo de Souza. Desenvolvimento financeiro e reflexões sobre o “modelo brasileiro” de financiamento. **Revista Economia & Tecnologia**, Paraná, v. 8, n. 3, 2012.

GERSCHEKRON, Alexander. **Economic Backwardness in Historical Perspective: a book of essays**. Cambridge: Belknap Press of Harvard University Press, 1962.

HABER, Stephen. The efficiency consequences of institutional change: the political economy of financial market regulation and industrial productivity growth in Brazil, 1866-1934. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 28, n. 3, p. 379-420, 1998.

HANLEY, Anne. A Bolsa de Valores e o financiamento de empresas em São Paulo, 1886-1917. **História Econômica & História de Empresas**, [s. l.], v. 4, n. 1, 2001.

HANLEY, Anne. Bancos e o desenvolvimento econômico de São Paulo no século XIX. *In: Brasileiros e brasilianistas: novas gerações, novos olhares: uma homenagem a Emília Viotti da Costa*. São Paulo: Arquivo Público do Estado de São Paulo, 2014.

LEVY, Maria Barbara. **A indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas: esboços de história empresarial**. Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 1994.

MARCONDES, Renato Leite. Crédito privado antes da grande depressão do século XX: o mercado hipotecário. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 44, n. 4, p. 749-786, 2014.

MARCONDES, Renato Leite; HANLEY, Anne G. Bancos na transição republicana em São Paulo: o financiamento hipotecário (1888-1901). **Estudos Econômicos**. São Paulo, v. 40, n. 1, p. 103-131, 2010.

MARQUES, T. C. N. Bancos e desenvolvimento industrial: uma revisão das teses de Gerschenkron à luz da história da Cervejaria Brahma, 1888–1917. **Revista História e Economia**, [s. l.], v. 1, n. 1, p. 87-119, 2005.

MATOS, Orlando. Desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico no Brasil: evidências de causalidade. **Trabalhos para discussão do Banco Central**, n. 49, 2002.

MUSACCHIO, Aldo. **Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in Brazil, 1882-1950**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

NERY, Gabriela. Associativismo literário, trabalho intelectual e o mercado das letras no segundo reinado (1860-1882). **Politeia - História e Sociedade**, [s. l.], v. 19, n. 2, p. 207-223, 2020.

NORTH, Douglass C.; THOMAS, Robert Paul. The first economic revolution. **The Economic History Review**, [s. l.], v. 30, n. 2, p. 229-241, 1977.

SAES, Flávio Azevedo Marques de. **Crédito e bancos no desenvolvimento da economia paulista 1850-1930**. São Paulo: IPE/USP, 1986.

SAES, Flavio Azevedo Marques de. SZMRECSÁNYI, Tamás. AM. El papel de los bancos extranjeros en la industrialización inicial de Sao Paulo. *In*: MARICHAL, C. (org.). **Las inversiones extranjeras en América Latina, 1850-1930: nuevos debates y problemas en historia económica comparada**. Ciudad de Mexico: Fondo de Cultura Económica, p. 230-243, 1995.

TRINER, Gail D. Banking, economic growth and industrialization: Brazil, 1906-30. **Revista Brasileira de Economia**, [s. l.], v. 50, n. 1, p. 135-154, 1996.