

ENDIVIDAMENTO EXTERNO E TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS REAIS AO EXTERIOR: OS SETORES PÚBLICO E PRIVADO NA CRISE DOS ANOS OITENTA

Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz¹

A crise fiscal-financeira do Estado brasileiro - que marca a agonia do regime militar na primeira metade dos anos oitenta e que se prolonga até os dias de hoje - está estreitamente associada ao passivo acumulado pelo setor público, notadamente àquele decorrente do processo de endividamento externo ocorrido após o golpe militar de 1964. Mais especificamente, a forma assumida pela crise nos anos oitenta está indissolúvelmente ligada ao ciclo endividamento externo/estatização da dívida/transferência de recursos reais ao exterior e às relações entre os setores público e privado estabelecidas nas diversas fases desse ciclo.

I

É usual falar-se, hoje, da estatização da dívida externa brasileira, processo através do qual o Estado ampliou crescentemente sua participação no estoque da dívida contraída junto aos organismos financeiros e aos bancos privados internacionais. Contudo, as razões dessa ampliação de participação - que atingiu percentuais superiores a 80% em meados dos anos oitenta - ainda são objeto de controvérsia, quando não de incompreensões.

Do nosso ponto de vista, a discussão apropriada do movimento de estatização deve partir da distinção preliminar de duas dimensões do processo de endividamento realizado no espaço econômico nacional. Por uma parte, o endividamento externo precisa ser visto sob uma ótica microeconômica, vale dizer, dos determinantes que induzem os agentes - empresas privadas e públicas, em geral - a contratá-lo. Nesse caso, consideradas as condições da oferta do crédito internacional, privilegia-se o âmbito da concorrência, da valorização

1 Professor Doutor do Instituto de Economia da UNICAMP.

dos capitais individuais, das decisões quanto aos *portfolios* e à sua forma de financiamento etc. Ressalte-se, nessa ótica micro, que nem sempre o tomador do empréstimo externo é o usuário das divisas correspondentes. No caso dos **empréstimos em moeda**, pode ocorrer uma dissociação onde crédito externo faz as vezes de instrumento de mobilização de recursos em moeda local para as empresas contratantes, ao mesmo tempo em que as divisas são vendidas aos agentes que as demandam para a realização de pagamentos no exterior.

Por outra parte, o endividamento externo deve ser analisado enquanto componente da conta de capitais do balanço de pagamentos e, nessa qualidade, como financiador das transações correntes realizadas pelo país com o resto do mundo ou como gerador de saldos que serão acumulados sob a forma de reservas internacionais. Trata-se, aqui, da ótica macro que compreende os resultados agregados de todas as operações realizadas em moeda estrangeira pelos agentes econômicos residentes no país. É óbvio que os resultados do balanço de pagamentos, produto de um conjunto anárquico de decisões externas e internas, constituem um dos principais balizadores das próprias decisões das empresas tomadoras de empréstimos externos. Mas, a sua influência sobre tais decisões não se dá diretamente através de mecanismos autocorretivos ou equilibradores. Ela é mediada pela ação regulatória estatal que, além de impor regras gerais para as operações denominadas em moeda estrangeira, altera os preços relativos e age sobre as decisões individuais com vistas a assegurar determinados resultados globais nas contas externas, compatíveis com outros objetivos da política econômica.

Para exemplificar, não custa lembrar que após o golpe militar, e durante os anos sessenta e setenta, as ações do governo brasileiro foram decididamente estimuladoras da entrada de capitais externos. Aliás, o combate à propalada xenofobia do governo João Goulart foi uma das principais bandeiras dos militares e de seus aliados, que tinham o objetivo declarado de recompor um cenário amplamente favorável ao capital estrangeiro. Logo depois do golpe, a legislação sobre os capitais forâneos foi modificada - com a inclusão, por exemplo, dos reinvestimentos na base de cálculo das remessas de lucro - ao mesmo tempo em que foram sustados, ou resolvidos satisfatoriamente do ponto de vista dos interesses do capital estrangeiro, os processos de expropriação/nacionalização que envolviam empresas de capital externo.²

2 Para um relato sobre a questão do capital estrangeiro no início dos anos sessenta, ver Bandeira (1967).

Simultaneamente, adotaram-se medidas destinadas a viabilizar o ingresso massivo de capitais de empréstimos que começavam a se tornar abundantes no euromercado de moedas. Ao lado de disposições específicas, foram fundamentais a instituição da correção monetária para ativos financeiros e a política de minidesvalorizações cambiais que permitiram a prática de taxas de juros reais internas superiores às observadas no mercado internacional de crédito. A partir daí, excetuadas algumas conjunturas particulares e desprezadas eventuais diferenças de ênfase, as políticas cambial, monetária e fiscal foram conduzidas pelos governos militares de forma a garantir, no âmbito micronômico, uma elevada atratividade às operações de empréstimos externos.

A ação deliberada dos governos militares no sentido de estimular, ou mesmo induzir, as decisões empresariais a favor do crédito externo apoiou-se, no plano macroeconômico, na tese do hiato de recursos reais, ou seja, na idéia de que o endividamento externo teria a função de financiar o déficit na conta de mercadorias e de serviços produtivos que necessariamente acompanharia a trajetória de crescimento acelerado de uma economia atrasada.³

II

Feitas essas considerações preliminares, centremos a nossa atenção no exame das formas através das quais a dívida externa foi sendo progressivamente concentrada em mãos do Estado brasileiro e nos desdobramentos de tal processo na crise dos anos oitenta. Antes disso, e como requisito das análises posteriores, façamos um breve retrospecto da primeira fase do endividamento realizado sob a égide do regime militar - de fins dos anos sessenta a meados dos setenta - quando os empréstimos externos foram contratados basicamente pelo setor privado.

É fácil perceber, desde logo, que o crédito externo representou, do ponto de vista microeconômico, uma alternativa de financiamento extremamente atraente às grandes empresas, em especial às filiais das corporações internacionais, no período do *boom* expansivo. Em primeiro lugar, tais operações significaram uma ampliação do crédito de longo prazo - modalidade para a qual o sistema financeiro privado doméstico mostrou-se historicamente incapaz de atender -, num contexto de forte aceleração das inversões na indústria de transformação. Em segundo lugar, constituíram uma forma de crédito de custos relativamente reduzidos dadas as condições da oferta interna-

3 Para uma discussão do modelo de crescimento com endividamento e para uma descrição das principais medidas governamentais, ver Pereira (1974), Cruz (1984).

cional e os incentivos e subsídios governamentais. As filiais de empresas estrangeiras obtiveram, além disso, vantagens adicionais, pois contaram com taxas de juros preferenciais contratadas diretamente por suas matrizes junto aos bancos internacionais. Mais ainda, as filiais de empresas estrangeiras substituíram volumes substanciais de investimentos diretos por empréstimos, dada a maior permissividade da legislação quanto às remessas ao exterior nessa segunda modalidade de ingresso de capital.

Afora as operações contratadas diretamente por uma empresa junto a um banco internacional, proliferaram, também, operações intermediadas por instituições financeiras locais. Através desse mecanismo, os bancos comerciais e os bancos de investimento internalizaram quantidades volumosas de recursos oriundos do sistema financeiro dos países cênicos. Os bancos comerciais estrangeiros com filiais instaladas no país foram particularmente ágeis nesse tipo de operação, repassando fundos de suas respectivas matrizes para empresas privadas com menor acesso direto ao mercado internacional de crédito.

A elevada atratividade dessa forma de mobilização de recursos na conjuntura do *boom* expansivo é atestada pela generalização com que o crédito externo foi contratado por empresas privadas dos mais diversos setores de atividade, notadamente da indústria de transformação. A tomada de empréstimos externos foi mais intensa na segunda fase do ciclo expansivo, a partir de 1970, quando, esgotadas as margens de capacidade ociosa, o setor industrial brasileiro experimentou uma forte aceleração em sua taxa de inversão. Do ponto de vista agregado, do balanço de pagamentos, a ausência de qualquer hiato de recursos reais mais significativo fez com que a contraface do intenso endividamento externo assumisse a forma de grande acúmulo de reservas internacionais.⁴

III

A estatização da dívida externa - processo de concentração progressiva do estoque da dívida em mãos do Estado brasileiro - teve início em meados dos anos setenta e apresentou duas grandes etapas. Na primeira, que grosso modo entremeia os dois choques do petróleo, o aumento da participação estatal decorreu da maior participação de entidades públicas nos fluxos anuais de novos empréstimos. Nesta etapa, as empresas estatais foram o veículo, por excelência, da estatização.

4 Para uma análise das diferentes modalidades de crédito externo e do comportamento dos setores públicos e privados, ver Cruz (1984).

Na segunda etapa, que teve início por época do choque dos juros e do 2º choque do petróleo, as empresas estatais, acompanhadas agora por órgãos da administração direta, ampliaram ainda mais seu peso no fluxo de novos empréstimos. Mas, o que confere especificidade a essa segunda etapa é a transformação do Banco Central em depositário crescente de passivos denominados em moeda estrangeira, seja através da transferência maciça de dívidas velhas, contratadas originalmente pelo setor privado, seja através dos depósitos de projetos oriundos da sistemática de negociação instituída em 1982, após a interrupção das linhas voluntárias de crédito. Vejamos, com mais detalhes, cada uma dessas etapas.

A primeira fase da estatização da dívida externa brasileira, conforme já assinalado, teve como característica chave o crescente peso do setor público, especialmente das empresas estatais, nas contratações anuais de novos empréstimos externos. No tocante aos empréstimos em moeda negociados diretamente nos termos da Lei nº 4131, por exemplo, a participação do setor público passou de 35%, em 1974, para 60%, em 1978 (Tabela 1). Quais os determinantes desse primeiro avanço da estatização?

Tabela 1

Empréstimos em moeda (lei nº. 4131)
Estrutura dos ingressos brutos anuais segundo a propriedade do capital do tomador
1972-1985

Discriminação	US\$ milhões									
	1972		1973		1974		1975		1976	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Público	623,1	24,9	1.130,9	39,7	1.098,0	35,3	1.900,9	50,4	1.953,3	51,1
Privado	1.874,4	75,1	1.718,3	60,3	2.011,5	64,7	1.872,1	49,6	1.872,7	48,9
Total	2.497,5		2.849,2		3.109,5		3.773,0		3.826,0	
Discriminação	1977		1978		1979		1980		1981	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
	Público	2.500,5	51,5	5.317,4	60,2	6.642,9	76,8	3.687,0	76,6	5.285,5
Privado	2.356,9	48,5	3.511,5	39,8	2.007,4	23,2	1.124,1	23,4	2.311,1	30,4
Total	4.857,4		8.828,9		8.650,3		4.811,1		7.596,6	
Discriminação	1982		1983		1984		1985			
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%		
	Público	6.196,3	73,8	2.297,6	74,9	5.589,6	88,0	7.636,1	88,7	
Privado	2.202,8	26,2	768,7	25,1	759,0	12,0	972,1	11,3		
Total	8.399,1		3.066,3		6.348,6		8.608,2			

Fontes: Para o período 1972/1981, ver Cruz (1984); para 1982/85, ver Biasoto Jr. (1988).

Para responder a essa indagação, convém lembrar, antes de tudo, que a economia brasileira apresentava por meados da década dos setenta, sob o impacto da crise internacional, claros sintomas de esgotamento do *boom* expansivo anterior, tais como: desaceleração do crescimento do produto; perda de dinamismo das inversões privadas; fortes desequilíbrios no balanço de pagamentos; elevação das taxas de inflação etc. Por essa mesma época, o governo militar deslanchava o II PND, ambicioso programa substituidor de importações que visava dar o impulso definitivo à industrialização brasileira. Tal programa imputava papel de destaque às empresas estatais, a quem caberia a execução de projetos cruciais nas áreas de infra-estrutura e de insumos básicos (Lessa, 1978; Castro, 1985).

A viabilização da tarefa imposta às empresas estatais se daria mediante um esquema de financiamento cujos contornos foram definidos segundo critérios macroeconômicos e não de acordo com uma lógica microempresarial. Na verdade, o esquema de financiamento desenhado pelo governo militar atendeu a objetivos globais de política econômica e privilegiou uma fonte de recursos, a saber, o crédito externo. A justificativa macroeconômica para essa opção repousou, como sempre, na tese do hiato de recursos reais. As empresas estatais, ao recorrerem maciçamente ao endividamento externo para prover fundos, em moeda local, aos seus projetos, estariam proporcionando ao país o ingresso das divisas tão necessárias para fazer frente ao déficit na conta de mercadorias e de serviços produtivos. Argumentava-se, também, por suposto, que as condições quanto a volumes, prazos e custos dos créditos externos eram perfeitamente adequadas às necessidades dos projetos a financiar e compatíveis com os fluxos financeiros das empresas estatais.

É certo que a consecução dos objetivos declarados quanto ao balanço de pagamentos supunha contar com a participação de capitais privados. Recorde-se que o grande capital privado, notadamente as filiais dos grupos internacionais, já havia tido papel de liderança no endividamento externo realizado no período imediatamente anterior. Entretanto, não obstante as novas medidas de estímulo ao aprofundamento do endividamento privado - mecanismos *hedge* (circular 230 e instrução 432), diferencial de taxas de juros etc. -, o comportamento das empresas privadas foi de cautela tendo em vista tanto o novo cenário internacional como a desaceleração da taxa de crescimento das inversões privadas.⁵

5 Para uma análise do comportamento do setor privado quanto aos empréstimos externos no período, ver Cruz (1984). Anote-se que a inflexão no comportamento dos capitais privados se deu justamente no momento em que surgiram expressivos déficits no balanço de mercadorias e de serviços produtivos (1974/76).

Postos esses elementos, que situam o quadro no qual se deu o primeiro avanço da estatização da dívida, é necessário dirigir agora a nossa atenção para o papel crucial que o endividamento externo das estatais jogou nas formas de gestão e de solidarização de distintos interesses privados promovidas pelo governo militar de então. Na verdade, a opção por essa alternativa de mobilização financeira conferiu vários graus de liberdade à ação estatal numa conjuntura de acirramento da disputa por recursos públicos.

O exemplo mais conspícuo é dado pela política de preços e tarifas das estatais que, desobrigada de assegurar fundos para os investimentos, foi operada precipuamente como instrumento de combate à inflação e como mecanismo de concessão de subsídios ao setor privado via mudança de preços relativos. É notória, no período, a contenção de preços e tarifas dos setores de infra-estrutura e daqueles produtores de insumos de uso generalizado que, curiosamente, estavam no núcleo mesmo do II PND e demandavam vultuosos recursos para as suas inversões.⁶

Outro exemplo eloqüente é proporcionado pela destinação dos fundos mobilizados pelo BNDE no período. A utilização massiva de crédito externo por parte das empresas estatais permitiu que o reforço financeiro atribuído ao BNDE (PIS/PASEP) fosse direcionado, sob a forma de crédito subsidiado, quase que exclusivamente aos capitais privados. Um último exemplo mostra que enquanto as empresas estatais aumentavam o seu endividamento junto aos bancos privados internacionais, o governo central ia ampliando a faixa de créditos subsidiados para a agricultura, para a indústria exportadora, para as pequenas e médias empresas etc. Em seu conjunto, os subsídios e incentivos concedidos na área federal passaram de 3,0% como proporção do PIB, em 1973, para 7,6%, em 1980 (Tabela 2).⁷

Concluindo, o endividamento externo jogou papel fundamental na alavancagem financeira estatal, permitindo que a tentativa de reordenamento da estrutura produtiva fosse sendo conduzida concomitantemente à solidarização de um amplo leque de interesses privados receptores de fundos públicos subsidiados. É óbvio que um dos principais custos dessa opção foi o acúmulo de um elevado passivo denominado em moeda estrangeira por parte das empresas estatais, cujo potencial desequilibrador foi se manifestar plenamente na crise cambial da virada da década.

6 Sobre os preços e tarifas das empresas estatais no período, ver Trebat (1983).

7 Para uma discussão sobre a evolução dos subsídios na segunda metade dos anos setenta, ver Braga (1982, v. 2.).

Tabela 2

Brasil
Principais subsídios (1) e Incentivos fiscais da área federal
1973/80

(% do PIB e da Rec. Trib. do Tes. Nac.)

Subsídios Incentivos	Anos							
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Incentivos/PIB	2,7	3,5	3,5	3,0	3,4	3,5	3,0	1,7
Incentivos/Rec. Trib.	28,1	35,8	39,7	31,2	37,5	39,8	39,5	21,5
Subsídios/PIB	0,4	1,3	1,7	2,4	2,5	1,9	3,2	6,0
Subsídios/Rec. Trib.	3,8	13,1	19,8	24,8	27,4	21,9	40,9	77,8
Subsídios + Inc./PIB	3,0	4,7	5,2	5,4	5,9	5,5	6,2	7,6
Subsídios + Inc./Rec. Trib.	32,0	48,9	59,5	56,0	65,0	61,7	80,3	99,3

Fonte: Langoni (1981). Bases Institucionais da Economia Brasileira.

- (1) Implícitos ao crédito (agropecuária, exportação); diretos (trigo, petróleo, soja, açúcar).
(2) Explícitos ao crédito (PROAGRO, FUNDAG); compra e venda de produtos agrícolas (preços mínimos e estoques reguladores).

IV

A segunda fase do processo de estatização da dívida externa brasileira teve início em 1979 e se prolongou até meados da década de oitenta. Nessa etapa, o setor público ampliou, ainda mais, sua participação nos fluxos anuais de novos empréstimos, chegando a atingir um percentual próximo a 90% das tomadas diretas realizadas nos termos da Lei nº 4131 (Tabela 1). Mas, a singularidade desse período está no uso intensivo dos mecanismos de defesa contra o risco cambial colocados pelo Banco Central à disposição do setor privado - sob a forma dos depósitos registrados em moeda estrangeira (DRME) - e na transformação, de fato, do Banco Central em tomador de empréstimos junto aos bancos internacionais (depósitos de projetos). Como resultado desses novos movimentos de estatização, o estoque de depósitos denominados em moeda estrangeira no passivo do Banco Central atingiu a cifra de US\$ 27 bilhões no final de 1985.⁸

⁸ Tal valor inclui os depósitos derivados dos refinanciamentos do Clube de Paris. Engloba, também, depósitos realizados por empresas estatais (Biasoto, 1988).

Para iniciar a discussão específica dessa segunda fase da estatização da dívida é necessário lembrar que, do ponto de vista internacional, o período que estamos tratando foi marcado por um cenário extremamente adverso para os países periféricos conforme o atestam os choques do petróleo e dos juros, a recessão nas economias capitalistas centrais, a ruptura do mercado internacional de crédito para os países não-cêntricos, a reentrada em cena do FMI etc.

A crise internacional impôs à economia brasileira um progressivo estrangulamento cambial manifesto, de início, em acentuados desequilíbrios em transações correntes - dados o peso de petróleo na pauta de importações e o volume da dívida contratada a taxas flutuantes - financiados parcialmente por créditos de médio e curto prazos e parcialmente através da queima de reservas internacionais. Por essa época, os grandes bancos credores, com carteiras repletas de ativos crescentemente duvidosos e com problemas de *funding*, já iniciavam a redução de volumes, o encurtamento dos prazos e o aumento dos *spreads* dos empréstimos para países considerados de alto risco (Batista, 1983).

A crise cambial culminou, em fins de 1982, com a interrupção do fluxo de crédito bancário internacional para os países atrasados e teve como desdobramentos mais importantes as negociações globais da dívida e as políticas de ajuste do setor externo impostas pelo cartel dos bancos credores e pelo FMI. Ao longo do período em tela, a economia brasileira transitou de uma posição de absorvedora de recursos externos para uma posição de exportadora líquida de capitais ao exterior, mediante a geração de megasuperávits comerciais.

O avanço da estatização da dívida externa ocorrido no período, tema que nos interessa mais de perto, decorreu, em larga medida, da própria crise cambial, das políticas de ajuste e das negociações com o cartel dos bancos e com o FMI. Senão, vejamos. A resposta inicial do governo militar ao agravamento dos desequilíbrios em transações correntes foi a tentativa de induzir um maior volume de contratação de créditos externos.⁹ Entretanto, às condições adversas da oferta de crédito, somou-se um complicador pelo lado da demanda interna, a saber: os capitais privados, que já vinham numa atitude de relativa cautela, passaram a um claro comportamento de fuga de passivos denominados em moeda estrangeira. A explosão dos juros internacionais, a instabilidade cambial do país, o movimento errático da política econômica e a recessão que se iniciou em fins de 1980

9 Sobre as medidas adotadas, ver Cruz (1984).

explicam o desinteresse das empresas privadas pela contratação de créditos externos.

A opção do governo militar, uma vez mais, foi a de utilizar à exaustão as empresas estatais e alguns órgãos públicos da administração direta - inclusive estados e municípios - como veículos de contratação de novos empréstimos externos. Esses novos empréstimos - com prazos e custos cada vez mais desfavoráveis - pouco ou nada tiveram a ver com os projetos de inversão das estatais, que se tornaram escassos no contexto da crise, destinando-se, fundamentalmente, a propiciar divisas, a nível macro, para fazer frente aos desequilíbrios do balanço de pagamentos.

Ao endividamento das empresas estatais veio juntar-se um novo canal de estatização da dívida externa brasileira, a saber: a transferência maciça ao Banco Central de dívidas ainda a vencer contratadas originalmente pelo setor privado (DRME). Na verdade, as empresas privadas fugiram não só dos novos contratos mas também dos velhos, ou seja, daqueles assumidos ao longo dos anos setenta e com parcelas ainda a vencer. Por esse período, e notadamente nos momentos que antecederam as máximas desvalorizações do cruzeiro, os mecanismos *hedge* (Instrução nº 432 e Circular nº 230) foram largamente utilizados e constituíram importante peça no ajuste financeiro realizado pelos capitais privados.¹⁰ No reverso da medalha, ao financiarem as autoridades monetárias em moeda local, os DRME significaram a transferência ao Estado de obrigações contratuais denominadas em moeda estrangeira numa conjuntura de súbita elevação dos juros internacionais e dos custos cambiais das operações.¹¹

O último conduto de estatização da dívida externa brasileira foi instituído, em fins de 1982, quando das negociações com o cartel dos bancos credores e com o FMI. Além de intensificar as tendências antes assinaladas, a renegociação global deu origem a um novo mecanismo - os depósitos de projetos - através do qual o Banco Central acabou fazendo as vezes de tomador final de empréstimos externos (Biasoto Jr., 1988).

Como é sabido, a renegociação determinou uma importante modificação nas relações micro/macro do processo de endividamen-

10 O ajuste patrimonial e financeiro realizado pelo grande capital privado é examinado em FUNDAP (1989).

11 Não deve ser esquecido que, no bojo do mesmo processo, o governo brasileiro emitiu grandes volumes de títulos com cláusula de opção pela correção cambial (ORTN-cambial).

to externo do país. A partir de então, os bancos credores, atuando de forma explicitamente cartelizada, passaram a definir *a priori* uma determinada disponibilidade global de crédito ao Brasil e a impor políticas internas que assegurassem os superávits comerciais viabilizadores daquelas cotas restritas de financiamento. Nesse processo, o volume e as condições do crédito a ser contratado pelo país num dado período de tempo - para financiar parte dos juros e refinanciar as amortizações (Projetos I e II) - passaram a ser acordados diretamente entre o cartel dos bancos e o governo brasileiro, sem a interveniência de agentes individuais tomadores de crédito externo.

Como conseqüência dessa mudança nas relações micro/macro, surgiram as figuras dos depósitos de projetos e dos reempréstimos (*relending*). Pelos termos do acordo, os recursos externos contratados sem a prévia definição de um mutuário final ficariam depositados junto ao Banco Central, em nome dos respectivos credores. Durante o período do depósito, todos os encargos contratuais seriam de responsabilidade do Banco Central. Ao mesmo tempo, foi facultada aos bancos titulares das contas a livre movimentação dos recursos para aplicação em operações de crédito a tomadores finais internos (reempréstimos).

Dada a fuga dos capitais privados dos passivos denominados em moeda estrangeira, os recursos dos Projetos I e II tiveram duas destinações principais: ou foram reemprestados às empresas estatais - submetidas a forte estrangulamento financeiro, como será discutido a seguir - ou permaneceram por largo período depositados junto ao próprio Banco Central que fez as vezes de tomador final. Estávamos, aqui, na culminância do processo de estatização da dívida externa brasileira.

Antes de passarmos à discussão das conseqüências desse processo, façamos um breve balanço dos principais pontos levantados. Conforme visto, a primeira etapa do processo de estatização, ocorrida na segunda metade dos anos setenta, decorreu do padrão de financiamento imposto pelo governo militar às empresas estatais responsáveis pelos projetos do II PND. Tal opção, ao alargar as bases de mobilização financeira estatal, permitiu o direcionamento de recursos subsidiados a um amplo leque de frações do capital privado e contribuiu, por essa via, à legitimação do próprio regime militar. Contudo, os choques do petróleo e dos juros cobraram elevado preço por essa opção. As empresas estatais, já fortemente endividadadas em moeda estrangeira, sofreram o impacto da escalada dos juros e das desvalorizações de câmbio realizadas no âmbito do esforço exportador.

Diferentemente das empresas privadas, que rapidamente e com apoio governamental desenvolveram mecanismos de ajuste patrimonial e financeiro, as empresas estatais se viram forçadas a um endividamento em bola de neve. Submetidas, uma vez mais, a restrições impostas pelo governo central, tais empresas tornaram-se prisioneiras de uma situação patrimonial e de liquidez crescentemente deteriorada. Enquanto as empresas de capital privado, notadamente as filiais de grandes grupos estrangeiros e as voltadas à exportação, tornavam-se aplicadoras líquidas em ativos financeiros, as empresas estatais, como será discutido, foram empurradas rumo à inadimplência generalizada.

Mas, não só as estatais operaram como absorvedoras dos custos da crise. O governo central, através dos DRME junto ao Banco Central, assumiu parcela expressiva do passivo associado ao crédito externo. Os capitais privados, ao anteciparem a liquidação de suas dívidas, fugiram dos choques do câmbio e dos juros transferindo os seus efeitos para o passivo não monetário das autoridades monetárias. Mais ainda, dados os termos da renegociação com o cartel dos bancos credores, coube ao Banco Central bancar diretamente o custo do giro de um estoque crescente de débitos externos. Verifica-se, portanto, que a estatização da dívida externa constituiu um poderoso instrumento de socialização do ônus da crise, de comprometimento dos fundos públicos a favor da preservação do capital bancário internacional e de frações privilegiadas do capital privado em operação no país.

V

Passemos, agora, ao exame de algumas das implicações desse processo. Relembremos, para iniciar a discussão, que a economia brasileira ingressou, a partir de 1983, em uma nova fase nas suas relações econômicas externas tornando-se remetadora líquida de recursos reais para as economias capitalistas avançadas. Com efeito, a geração de megasuperávits comerciais foi a principal resposta de nossa economia ao estrangulamento imposto pela crise internacional e pela cessação dos fluxos de capital bancário dos países cêntricos.¹²

A transferência de recursos reais ao exterior trouxe, por sua parte, várias conseqüências para a economia brasileira, dentre as quais interessa-nos destacar aquelas associadas à estatização da dívida

12 Para uma apreciação sobre a natureza do superávit comercial nos anos oitenta, ver Carneiro (1991). Para visões alternativas, ver Silva (1984), Castro, Souza (1985).

externa. Antes de tudo, devemos ter presente, a nível micro, que a remessa de recursos ao exterior é feita por entidades públicas (empresas estatais, órgãos da administração direta e Banco Central) que se tornaram responsáveis por quase a totalidade da dívida externa e, logo, por suas obrigações contratuais. Ao mesmo tempo, as entidades públicas pouco contribuem para a geração direta das divisas a serem remetidas. O saldo exportador é produzido por capitais privados e adquirido pelo setor público mediante a interveniência de um montante equivalente em moeda local.

Tal transferência interna de recursos não suscitaria maiores problemas desde que a estatização da dívida externa tivesse sido acompanhada por um processo redistributivo a favor do setor público como forma de propiciar os saldos em moeda local para a aquisição dos dólares a serem remetidos ao exterior. Contudo, por paradoxal que possa parecer, o setor público, ao invés de ampliar, perdeu posição relativa na renda interna do país no período considerado.¹³

De acordo com os dados da contabilidade nacional, que excluem as empresas estatais, a perda de posição relativa fica evidenciada, antes de tudo, pelo comportamento da carga tributária bruta em relação ao PIB, que caiu de 25%, em 1980, para 22%, em 1985 (Tabela 3). A despeito da redução dos subsídios observada no período, a pressão dos juros das dívidas externa e interna fez com que a carga tributária líquida caísse de 12,1% do PIB, em 1980, para 9,7% em 1985. Dada a relativa rigidez das despesas de custeio, a poupança do setor público, que já estava em níveis relativamente baixos em 1980, desapareceu em 1985. Assim, a transferência de recursos reais ao exterior teve, como contrapartida, uma drástica redução da capacidade de investimento do setor público brasileiro no período.

Não é necessária uma longa digressão para mostrar que o estrangulamento fiscal-financeiro do setor público foi agravado pelo próprio formato das políticas de ajuste voltadas à geração dos saldos comerciais. Para ficar em apenas três exemplos, basta citar o impacto das políticas ativas de câmbio e de juros sobre os níveis inflacionários e os níveis do produto e, por essa via, sobre a carga tributária bruta; os efeitos dos juros reais sobre o custo da dívida interna, cujo estoque cresceu significativamente como produto da própria política de ajuste e, finalmente, a renúncia fiscal, decorrente da política de fomento à exportação, com suas conseqüências sobre a carga tributária.

13 Sobre o impacto da transferência de recursos sobre a poupança governamental, ver Werneck (1987).

Tabela 3

Brasil
Poupança do Governo em Conta Corrente
1980/85

(% do PIB)

Itens	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Carga Tributação Bruta	24,7	24,5	25,0	24,7	21,4	22,0
Impostos Diretos	11,2	11,7	12,6	12,1	11,2	11,7
Impostos Indiretos	13,5	12,9	12,5	12,6	10,2	10,3
Transferências	12,6	12,2	13,2	13,9	12,9	12,4
Juros da Dívida Interna (1)	0,8	1,1	1,2	1,5	2,0	2,3
Juros da Dívida Externa (1)	0,4	0,3	1,1	1,6	1,7	1,5
Assist. e Prev.	7,8	8,2	8,5	8,3	7,6	7,1
Subsídios	3,7	2,7	2,5	2,6	1,6	1,5
Carga Tributária Líquida (2)	12,1	12,3	11,8	10,8	8,5	9,7
Consumo do Governo	9,2	9,3	9,9	9,5	8,1	9,7
Pessoal	6,3	6,4	7,0	6,5	5,5	6,8
Bens e Serviços	2,9	2,8	2,9	3,0	2,6	2,9
Poupança	2,9	3,1	1,9	1,3	0,3	0,0

Fonte: Banco Central do Brasil/DEPEC - Indicadores Macroeconômicos do Setor Público.

(1) Até 1982, os juros da dívida interna correspondem ao conceito utilizado pela FIBGE, descontada a correção monetária das OTN e desconto das OTN.

A partir de 1983, tanto os juros da dívida interna como os da dívida externa foram estimados com base no saldo médio da dívida do setor público.

(2) Exclui outras receitas correntes líquidas.

Vejamos agora, com um pouco mais de minúcias, os efeitos da transferência interna de recursos sobre as empresas estatais. Como é sabido, tais empresas têm baixa participação direta na geração do saldo exportador dado seu papel histórico de fornecedor de infraestrutura e de insumos básicos aos capitais em operação no país. No modelo histórico de desenvolvimento brasileiro, desde a constituição do chamado tripé nos anos cinquenta, as estatais foram moldadas a um tipo de atuação voltada quase que exclusivamente ao mercado interno.

O intenso endividamento experimentado pelas empresas do governo a partir de meados dos anos setenta não modificou substancialmente sua forma de inserção na estrutura produtiva do país de tal maneira que o crescimento das obrigações em moeda estrangeira - decorrente do estoque de dívida externa, da subida dos juros internacionais e das desvalorizações cambiais - não foi acompanhado por um maior potencial exportador.¹⁴ Logo, as empresas estatais tornaram-se liquidamente deficitárias em suas transações denominadas em moeda estrangeira. Simultaneamente, mostraram-se incapazes de gerar saldos em moeda local para a aquisição das divisas faltantes.

Essa incapacidade de gerar recursos para fazer frente às remessas ao exterior foi determinada por sua vez, pelas formas através das quais o governo central administrou tanto os preços e tarifas das estatais como a transferência de recursos do Tesouro para essas empresas. As tarifas e preços dos serviços e bens públicos, que já vinham sendo manejadas como peça da política anti-inflacionária, sofreram uma nova queda real a partir de 1983, agora com vistas a proporcionar uma relação câmbio-custos favorável ao *drive* exportador. É emblemático, a respeito, o comportamento dos preços dos setores de energia elétrica e de siderurgia, fortemente reduzidos no período. Como resultado da política de preços e tarifas, as receitas operacionais reais do setor produtivo estatal situaram-se, na média do triênio 1983/85, cerca de 10% abaixo dos valores observados em 1980 (Tabela 4).¹⁵

14 É claro que as empresas estatais contribuíram para o saldo comercial através de projetos substituidores de importação. Contudo, do ponto de vista micro, que é o que nos interessa, a economia de divisas é contabilizada pelo usuário e não pelo ofertante do bem substituto.

15 Para uma análise do desempenho econômico-financeiro das empresas estatais, ver Werneck (1987), Pagano (1991).

Tabela 4

Dados selecionados para o setor produtivo estatal, exceto Grupo PETROBRÁS
1980/85

(bilhões de Cr\$ de 1980)

	Receitas Operacionais		Recursos do Tesouro		Investimentos		Pessoal e Encargos		Juros		Crédito de Curto Prazo (1)		Crédito Total (1)	
	Valor	Índice	Valor	Índice	Valor	Índice	Valor	Índice	Valor	Índice	Valor	Índice	Valor	Índice
1980	757,1	100,0	190,3	100,0	457,8	100,0	248,6	100,0	104,3	100,0	0,0	-	377,4	100,0
1981	664,6	87,8	155,9	81,9	450,4	98,4	200,0	80,4	158,4	151,9	31,2	-	397,2	105,2
1982	655,3	86,6	125,9	66,2	414,1	90,5	213,3	85,8	212,5	203,7	21,5	-	422,2	111,9
1983	591,6	78,1	92,7	48,7	282,1	61,6	172,2	69,3	221,4	213,3	100,3	-	329,0	87,2
1984	668,1	88,2	98,7	51,9	273,1	59,7	152,5	61,3	273,1	261,8	25,9	-	448,9	118,9
1985	769,7	101,7	115,6	60,7	278,1	60,7	178,6	71,8	300,8	288,4	232,8	-	507,7	134,5

Fonte dos dados brutos: SEST. Extraído de Pagano (1991).

(1) Variação dos saldos anuais.

A insuficiência na geração de recursos próprios não foi compensada por uma maior transferência de recursos do Tesouro. Esse teria sido um arranjo intra-setor público capaz de ressarcir as empresas estatais por sua contribuição compulsória aos objetivos das políticas macroeconômicas, à solidarização de interesses privados e à socialização do ônus da crise através da estatização da dívida. Independentemente de outras considerações, alocativas por exemplo, a desestruturação financeira das empresas estatais poderia ter sido evitada por um maior aporte de recursos do Tesouro, a quem caberia bancar os benefícios e favores concedidos através das estatais.

Todavia, essa alternativa de financiamento não se verificou. Pelo contrário, o Estado brasileiro defrontado, como visto, com o progressivo estreitamento de seu raio de ação fiscal-financeiro, aprofundou a política de cortes reduzindo os recursos transferidos às estatais. No triênio 1983/85, os recursos reais transferidos pelo Tesouro às empresas estatais sofreram uma redução média de 46% em relação aos montantes transferidos em 1980 (Tabela 4).

Submetidas a tais restrições, as estatais foram obrigadas, para a geração de saldos em moeda local, a reduzir as despesas não-financeiras e a ampliar a captação de recursos de terceiros. Pelo lado das despesas, dois itens chamam a atenção. Em primeiro lugar, destaque-se o comportamento da massa de salários e de encargos sociais que apresentou uma queda real da ordem de 30% em relação aos valores observados em 1980. Em segundo lugar, o estrangulamento financeiro implicou a deterioração da capacidade de investimento das empresas estatais. No triênio 1983/85, os investimentos sofreram cortes expressivos situando-se, em média, 40% abaixo dos níveis verificados em 1980. Isso significa que a remessa de recursos reais ao exterior teve como uma de suas contrapartidas principais a paralisia relativa das inversões em infra-estrutura e insumos básicos, área de atuação, por excelência, das estatais.

Quanto aos recursos de terceiros, as empresas estatais, impedidas de disputar o crédito interno, tornaram-se clientes cativas das operações de reempréstimo oferecidas pelos credores internacionais. Mas, dados os limites globais de crédito impostos no programa de ajuste, tais operações foram insuficientes. Para evitar a explicitação da inadimplência generalizada, parte das responsabilidades acabou sendo transferida às autoridades monetárias (empréstimos-ponte concedidos pelo Banco do Brasil) ao mesmo tempo em que as estatais ampliavam contabilmente o seu endividamento de curto prazo. No triênio 1983/85, os créditos de curto prazo das estatais chegaram a

representar, em média, cerca de 28% dos créditos totais contra cerca de 4,0% no triênio 1980/82.¹⁶

VI

A análise desenvolvida até aqui procurou mostrar, por um lado, como o processo de estatização da dívida externa representou um poderoso mecanismo de valorização/preservação de diferentes frações do capital privado e, por outro, de que forma a transferência de recursos reais ao exterior teve um efeito devastador sobre as finanças do governo e das empresas estatais na primeira metade dos anos oitenta. Foi destacado, ao longo da exposição, que a face interna do problema da transferência esteve determinada pela seguinte dicotomia: encargos da dívida externa de responsabilidade eminentemente pública (estatização da dívida) e saldos de exportação gerados essencialmente pelo setor privado.

Cumprido, agora, explorar, sob outro ângulo, o segundo termo da dicotomia antes assinalada. É certo que o exame da propriedade de capital das empresas exportadoras brasileiras mostra um predomínio quase que absoluto de empresas de capital privado, nacional e estrangeiro. Contudo, e aqui o ponto a grifar, a atividade exportadora comandada por capitais privados tem atrás de si toda uma gama de subsídios e incentivos que significam, em última instância, uma maciça transferência de recursos públicos aos capitais que operam no setor.

É sabido que os governos militares empreenderam diferentes ações no sentido de fomentar e diversificar as exportações do país, notadamente na primeira metade dos anos oitenta, quando a busca de expressivos superávits comerciais se sobrepôs a todos os demais objetivos da política econômica.¹⁷ É sabido, também, que os saldos comerciais surgiram, e cresceram, com a efetiva contribuição da exportação de bens industrializados, cuja participação na pauta das vendas externas cresceu de cerca de 57%, em 1980, para cerca de 66%, em 1985 (Tabela 5).

16 O papel do GB-588 e do MF-30 na administração financeira das empresas estatais é discutido em Biasoto Jr. (1988).

17 Sobre a forma pela qual as metas do setor externo determinaram o formato da política econômica no período, ver Bacha (1983).

Tabela 5
Exportações Brasileiras (FOB)
1980/85

	(US\$ milhões)					
Discriminação	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Total Geral	20132	23293	20175	21899	27005	25639
Produtos Primários	8470	8920	8238	8535	8755	8538
Café	2486	1517	1858	2096	2564	2369
Minério de Ferro	1564	1748	1847	1465	1605	1658
Farelo de Soja	1449	2136	1611	1793	1460	1174
Açúcar	624	579	259	333	326	167
Outros	2347	2940	2655	2848	2800	3169
Produtos Industrializados	11376	14000	11686	13057	17955	16821
Material de Transporte	1512	2076	1718	991	1354	1694
Caldeiras e Ap. Mecânicos	1382	1546	1191	828	1396	1590
Produtos Siderúrgicos	625	801	795	1151	1548	1357
Suco de laranja	339	659	575	608	1415	749
Outros	7518	8918	7407	9479	12242	11431

Fonte: FGV/Conjuntura Econômica/jan.1990.

Cabe não esquecer, entretanto, que as exportações de manufaturados contaram com um vasto rol de incentivos, dentre os quais vale assinalar as operações de *drawback*, o crédito prêmio, a redução do imposto de renda, as isenções tributárias, os incentivos financeiros pré e pós-embarque e o programa Befiex. Tais incentivos, se plenamente utilizados, atingiriam um montante equivalente a cerca de 60% do valor FOB das exportações de manufaturados no período 1980-85.¹⁸ Por outra parte, estimativas aproximadas indicam que as políticas de incentivo teriam provocado uma transferência anual de recursos públicos ao setor exportador da ordem de 3% do PIB, no período considerado (Bomtempo, s.d.).

Os repasses de fundos públicos aos capitais privados do setor exportador não se limitaram aos incentivos e subsídios proporcionados diretamente pelo governo central. Outros mecanismos foram acionados, dentre os quais cumpre destacar a política de preços e tarifas das estatais. Conforme visto, tais preços e tarifas sofreram forte redução real na primeira metade dos anos oitenta, como parte das políticas de ajuste então implementadas. Além de operar como instrumento anti-inflacionário, essa redução visou subsidiar indiretamente as exportações através da mudança dos preços relativos de alguns insumos cruciais para a atividade exportadora. Exemplos conspícuos são dados pelo aço plano barato favorecendo as exportações da indústria automobilística, pela energia elétrica subsidiada beneficiando as exportações de alumínio, pela nafta barata estimulando as exportações de produtos químicos etc.¹⁹

Mas, é possível ir mais adiante no exame das relações entre o setor público e os capitais privados do setor exportador. Já foi visto que a aquisição das divisas se faz num contexto de total constrangimento fiscal-financeiro das entidades públicas - queda da carga tributária, redução real de preços e tarifas, desaparecimento da poupança governamental, corte dos investimentos etc - implicando a ampliação da dívida interna a juros reais crescentes.²⁰ Ora, quais foram os beneficiários da expansão da dívida mobiliária interna? Foram exatamente aqueles segmentos e frações de capital que conseguiram, no contexto da crise, manter ou ampliar sua rentabilidade, como é o caso

18 Para uma avaliação do papel dos subsídios nas exportações brasileiras, ver Baumam (1989).

19 Sobre as relações entre a queda real dos preços públicos e as exportações de manufaturados, ver Simonsem (1989).

20 A substituição da dívida externa por dívida interna, nos marcos de uma política monetária contracionista, é analisada em Cavalcanti (1988).

das manufaturas de exportação. Ao invés de destinar seus ganhos para a ampliação substantiva da capacidade produtiva, tais segmentos passaram a valorizar seus recursos mediante aplicações financeiras altamente lucrativas, tornando-se credores de um setor público cada vez mais endividado. Pela via da dívida interna, estabeleceu-se, então, um novo canal de transferência de fundos públicos para a valorização dos capitais privados do setor exportador.

Concluindo, a dicotomia antes apontada - encargos externos públicos *versus* saldos comerciais privados - é enganosa, pois oculta os maciços fundos públicos transferidos aos capitais privados para a produção do saldo exportador. Na verdade, o setor público subsidia a produção de divisas e reaparece, num segundo momento, como o comprador por excelência das divisas produzidas. Curiosamente, para dizer o mínimo, a aquisição das divisas se faz pelo preço de mercado - permanentemente atualizado/valorizado pela política cambial do ajuste - ignorando por completo os subsídios antes concedidos. Não bastasse isso, o setor público ainda assegura a valorização financeira dos lucros apropriados pelo setor exportador mediante a expansão continuada de sua dívida mobiliária interna. Novamente aqui, temos uma clara demonstração da assimetria que rege as relações entre os setores público e privado no ajuste externo dos anos oitenta.

VII

A crise fiscal-financeira do setor público permanece no centro do debate sobre os rumos do capitalismo no Brasil nesse final de século. Evidentemente, a discussão do tema está impregnada de forte conteúdo ideológico, alimentado pelos ventos do *reaganomics*, do tatcherismo e das transformações recentes dos países ditos socialistas. Como conseqüência, o foco das análises é direcionado, muitas vezes, para a contraposição entre os setores público e privado, com base num suposto antagonismo onde as ações voluntaristas e populistas do primeiro redundariam em atrofia do segundo e, por essa via, em prejuízos para o conjunto da sociedade. Tal abordagem exalta as virtudes alocativas/distributivas dos mercados e propugna o Estado mínimo do ideário liberal de séculos atrás.

Contudo, o exame do caso brasileiro mostra que as questões relevantes são de outra natureza. Não se trata, como visto, de opor o público ao privado, mas sim de apreender as formas de articulação público-privado. E, o ciclo endividamento externo/estatização da dívida/transferência de recursos reais ao exterior é emblemático, a

respeito. Evidencia, de uma forma absolutamente clara, como os diferentes segmentos do capital privado apropriaram-se dos fundos públicos, seja em suas ações defensivas na crise, seja em suas ações ativas, de redefinição dos espaços de valorização num contexto de ruptura e de rearranjo externo.

Nesse sentido, a desestruturação fiscal e financeira do Estado é parte integrante das profundas modificações porque passa o capitalismo brasileiro a partir da crise do final dos anos setenta. Na verdade, tais transformações, assentadas na busca permanente de uma posição comercial superavitária e em transferências maciças de recursos reais ao exterior, impõem uma restrição quase que absoluta à continuidade da ação estatal nos moldes históricos do após-guerra, ao mesmo tempo em que reduzem dramaticamente as possibilidades do exercício, num futuro próximo, de políticas econômicas e sociais ativas voltadas à promoção de um modelo de crescimento que contemple uma nova forma de inserção internacional e um novo padrão distributivo das riquezas produzidas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BACHA, E. Prólogo para a terceira carta. *In: FORUM GAZETA MERCANTIL. FMI x Brasil: a armadilha da recessão.* São Paulo : Gazeta Mercantil, 1983. p. 113-127.
- BANDEIRA, M. *O governo João Goulart: as lutas sociais no Brasil.* Rio de Janeiro : Civilização Brasileira, 1967.
- BATISTA Jr., P. N. *Mito e realidade na dívida externa brasileira.* Rio de Janeiro : Paz e Terra, 1983. 225 p.
- BAUMAN, R. Ajuste externo : experiência recente e perspectivas para a próxima década. *In: Para a década de 90: prioridades e perspectivas de políticas públicas.* Brasília : IPEA/IPLAN, 1989. v. 2, p. 1-27.
- BIASOTO Jr., G. *Endividamento externo e desequilíbrio financeiro do setor público na primeira metade dos anos 80.* Campinas : UNICAMP/IE, 1988. 299 p. (Dissertação de mestrado)
- BOMTEMPO, H. *Subsídios e incentivos: uma avaliação preliminar.* Brasília : BACEN/DEPEC/DIPEC, s.d. 36 p. mimeo
- BRAGA, J. C. Os orçamentos estatais e a política econômica. *In: Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise.* São Paulo : Brasiliense, 1982, v. 1, p. 194-213.
- CARNEIRO, R. M. *Crise, estagflação e hiperinflação: a economia brasileira nos anos 80.* Campinas : UNICAMP/IE, 1991. 259 p. (Tese de doutorado)
- CASTRO, A. B., SOUZA, F. E. P. *A economia brasileira em marcha forçada.* Rio de Janeiro : Paz e Terra, 1985. 217 p. 2. ed.
- CAVALCANTI, C. B. *Transferência de recursos reais ao exterior e substituição da dívida externa por dívida interna.* Rio de Janeiro : BNDES, 1988. 95 p.
- CRUZ, P. D. C. *Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos setenta.* São Paulo : Brasiliense, 1984. 188 p.
- FUNDAP. *Financiamento e desempenho corrente das empresas privadas e estatais.* São Paulo : FUNDAP, 1988. 198 p. (Relatórios de Pesquisa, FUNDAP/IESP, n. 3)

- LESSA, C. F. T. M. R. *A estratégia de desenvolvimento: 1974/1976 - sonho e fracasso*. Rio de Janeiro : UFRJ/Departamento de Economia, 1978. 219 p. (Tese - Professor titular).
- PAGANO, L. *Endividamento externo das empresas estatais: o setor produtivo estatal durante o período 1980/85*. São Paulo : FGV/EAESP, 1991. 118 P. (Dissertação de mestrado)
- PEREIRA, J. E. C. *Financiamento externo e crescimento econômico no Brasil: 1966/73*. Rio de Janeiro : IPEA/INPES, 1974. 273 p.
- SILVA, A. M. *Ajuste e desequilíbrio: exercício prospectivo sobre a economia brasileira (80/84)*. São Paulo : FIPE, 1984. 104 p. mimeo
- SIMONSEN, M. H. Uma visão da crise fiscal do Estado. *Análise e Opção*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 3, p. 2-6, 1989.
- TREBAT, T. J. *Brazil's state owned enterprises: a case study of the state as entrepreneur*. Cambridge : Cambridge University Press, 1983. 294 p.
- WERNECK, R. L. F. *Empresas estatais e política macroeconômica*. Rio de Janeiro : Campus, 1987. 124 p.