

Werneck, Rogério

Working Paper

Poupança estatal, dívida externa e crise financeira do setor público

Texto para discussão, No. 121

Provided in Cooperation with:

Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Suggested Citation: Werneck, Rogério (1986) : Poupança estatal, dívida externa e crise financeira do setor público, Texto para discussão, No. 121, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), Departamento de Economia, Rio de Janeiro

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/186368>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

131, p. 15 e 17
vol. 4

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC/RJ

Janeiro 1986

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 121

POUPANÇA ESTATAL, DÍVIDA EXTERNA
E CRISE FINANCEIRA DO SETOR PÚBLICO

Rogério L. Furquim Werneck

Em resposta à grave crise cambial observada no início da presente década, a economia brasileira foi obrigada a enfrentar um penoso processo de ajustamento. São bem conhecidas as linhas macroeconômicas básicas deste processo, bem como os significativos resultados obtidos. Contraiu-se a absorção interna de bens e serviços e expandiram-se as exportações, ao mesmo tempo em que se conseguiu uma redução surpreendente do coeficiente de importação da economia. Em resultado, já em 1984 a economia teve condições de transferir ao exterior, à título de serviços da dívida externa de 100 bilhões de dólares, recursos reais equivalentes a cerca de 6% do PIB ou à metade das exportações.

No debate econômico recente travado no país, ao relativo "sucesso" deste ajustamento externo, tem sido contraposto o "fracasso" do chamado ajustamento interno. Em particular tem-se alardeado a visão de que, ao contrário do setor privado, o setor público não logrou se ajustar, o que ficaria evidenciado pelos sinais recorrentes de crise financeira observáveis neste último setor. É esta visão que tem dado lugar a sugestões de políticas de cortes adicionais de gastos correntes e de investimentos em todos os níveis do setor público, inclusive nas empresas estatais.

Neste artigo desenvolve-se uma análise que permite, antes de mais nada, demonstrar a falsidade de tal visão. Ao contrário, mostra-se que o peso do ajustamento externo recaiu basicamente sobre o setor público. E que isto só pôde ser feito à custa de uma total desarticulação das funções que vinham sendo desempenhadas pelo setor público, especialmente da tradicional e importante função de geração de poupança para financiamento do esforço de acumulação de capital da economia.

O artigo divide-se em cinco seções. A primeira ressalta o clássico problema de ordem interna à economia acarretado pela transferência de recursos reais imposta pela dívida externa. A seção seguinte analisa o equacionamento peculiar e inadequado que tal problema recebeu no caso da economia brasileira em anos recentes. A seção 3 explora uma dimensão da crise financeira do setor público que decorreu deste equacionamento, analisando o processo de desarticulação da capacidade do Estado de agir como mobilizador de recursos para financiamento dos investimentos - públicos e privados. A seção seguinte completa a análise feita nas duas seções anteriores, examinando o que se passou no âmbito das empresas estatais. A última seção é dedicada a um exame das perspectivas e a alguns comentários finais*.

1. Dívida Externa e os Dois Lados do Problema da Transferência

É bem sabido que o serviço da dívida externa pode impor ao país devedor a necessidade de uma transferência de recursos reais ao exterior. Se este serviço não pode ser coberto por novos empréstimos - ou seja, pela expansão da dívida - ou por entrada de capitais de risco, ele tem que ser financiado através da manutenção de posições positivas nas exportações líquidas de bens e serviços (excluindo-se naturalmente os serviços de fatores). É a necessidade de remeter sistematicamente ao exterior durante algum tempo bens e serviços cujo valor supera o valor do fluxo de bens e serviços recebidos do exterior, que configura o lado mais conspícuo e difundido do problema da transferência.

Contudo, o problema não se resume a apenas este lado.

A transferência decorre do serviço da dívida do país com o exterior. Mas em geral as obrigações que compõem a dívida agregada não

*As três primeiras seções desenvolvem idéias esboçadas na última seção de Werneck (1985b).

estão distribuídas entre os setores da economia exatamente em proporção à importância interna relativa destes setores. Uma desagregação poderá evidenciar setores cuja participação na distribuição da dívida externa supera em muito a sua participação na renda agregada. E, é claro, a contrapartida serão setores para os quais o inverso se verifica.

Isto significa dizer que o ônus do serviço da dívida externa pode estar concentrado sobre determinados setores, o que impõe a eles um esforço considerável de arregimentação de recursos para poder arcar com tal serviço. Neste caso, o equacionamento do problema da transferência transcende a simplesmente conseguir a geração de posições positivas adequadas nas exportações líquidas de bens e serviços. Isto resolveria apenas o lado externo do problema da transferência.

Restaria no entanto equacionar-se o lado interno deste problema, que diz respeito a capacidade de manutenção dos serviços da dívida por parte dos detentores de posições devedoras. Isto torna-se mais claro através de um exemplo. Uma expansão das exportações certamente aumenta em termos agregados a capacidade da economia de arcar com o serviço da dívida externa. Contudo, esta expansão gera um acréscimo na renda interna que beneficia primordialmente os setores exportadores, e não necessariamente os setores mais endividados no exterior. Embora a economia como um todo tenha conseguido ampliar a sua capacidade de enfrentar o ônus do serviço da dívida, não houve uma ampliação correspondente a nível de cada um dos setores endividados.

A resolução integral do problema da transferência envolve também, portanto, o equacionamento de um problema interno de

caráter distributivo, que decorre do possível descompasso entre, de um lado, o aumento da capacidade da economia de realizar a transferência de recursos reais ao exterior e, de outro, o aumento da capacidade financeira dos setores devedores de arcar com os serviços de suas respectivas dívidas com credores externos.

2. O Equacionamento Inadequado da Transferência Interna de Recursos ao Estado

Uma característica central do processo de endividamento externo da economia brasileira nos últimos anos foi a chamada estatização da dívida. Foge ao escopo deste artigo analisar em profundidade as razões que levaram o setor público a gradativamente tornar-se responsável por cerca de 80% da dívida externa brasileira*. Vale contudo ressaltar algumas destas razões.

A partir de 1974, com a opção clara e explícita pelo ajustamento ao choque externo através do endividamento, adotou-se uma política de viabilização do balanço de pagamentos fortemente baseada no financiamento dos investimentos do setor público através da captação de recursos externos. Havia resistência no sistema financeiro internacional à captação de empréstimos externos com a finalidade específica de financiamento dos vultosos déficits em transações correntes. Mas não havia qualquer resistência ao financiamento de projetos concretos de investimento, particularmente quando se tratasse de investimentos estatais. Curiosamente os bancos internacionais julgavam mais seguros os empréstimos a estes pro

* Tais razões são discutidas com detalhe em Cruz (1984) e Nogueira Batista Jr. (1983).

jetos, cuja viabilidade era avaliada em cruzeiros, sem qualquer preocupação com a geração líquida de divisas que poderiam vir a proporcionar.

A mencionada política requeria formas de induzir o financiamento dos investimentos estatais através de recursos externos, independentemente da real necessidade de divisas envolvida nestes investimentos. Houve um cerceamento crescente do acesso das empresas estatais a fontes de financiamento internas, vedando-se o recurso ao mercado primário de ações, restringindo-se o volume de crédito interno com que poderiam contar e seguindo-se uma política pouco realista de reajuste de preços e tarifas dos bens e serviços por elas produzidos. O que não só reduzia a capacidade de autofinanciamento das empresas, como era extremamente cômodo do ponto de vista da política anti-inflacionária.

Quando, mais recentemente, o prenúncio de uma grave crise de balanço de pagamentos tornou o risco cambial excessivamente alto, afugentando quase completamente os agentes privados dispostos a assumir dívidas denominadas em moedas estrangeiras, houve necessidade de recorrer à simples coerção para assegurar um fluxo adequado de captação de recursos externos por parte das empresas estatais, sem vinculação à real necessidade destas empresas, de forma a continuar viabilizando o balanço de pagamentos. Ao mesmo tempo foram criados mecanismos que permitiram que o risco cambial de boa parte da dívida externa que havia sido contraída pelo setor privado passasse a ser assumido pelo Estado.*

* Sobre estes mecanismos ver Ferracioli, Dib e Dias (1985) e Parkinson de Castro e Hundberg (1985).

Estes fatos ficam frequentemente obscurecidos, em análises que tendem a atribuir as dificuldades advindas do crescimento excessivo da dívida externa da economia brasileira, ao descontrole sobre as decisões de recurso a empréstimos externos por parte de agências públicas e empresas estatais. A rigor, a causação real segue exatamente o sentido inverso. Dada a necessidade de se assegurar um fluxo substancial e contínuo de capitais de empréstimos para financiar os sistemáticos déficits em transações correntes - uma consequência natural e esperada da estratégia de política macroeconômica adotada - houve uma opção, clara e explícita, de seguir uma política de captação que significava explorar intensivamente a credibilidade do setor público e dos seus projetos de investimento junto ao sistema bancário internacional.

Financiando o déficit em transações correntes, os empréstimos externos financiavam a economia como um todo, permitindo a expansão do nível de atividade de todos os setores, pelo menos até 1980. O fato dos empréstimos terem sido contraídos primordialmente pelo setor público adveio, inicialmente, da mera decisão de explorar as constatadas vantagens comparativas deste setor na captação e, posteriormente, da decisão de socializar o risco cambial envolvido nos novos empréstimos.

Quando sobreveio a crise cambial, a partir do segundo semestre de 1982, tornou-se subitamente inviável o financiamento dos serviços da dívida externa através da sua própria expansão e colocou-se afinal, de forma extremamente grave, o problema da transferência. ~~No que tange ao lado interno deste problema o equacionamento que a ele se deu foi totalmente inadequado, como se verá a seguir.~~

O rápido crescimento do endividamento externo desde meados da década passada acarretou um aumento de mais de seis vezes, em dez anos, na participação da renda líquida enviada ao exterior no produto interno bruto da economia brasileira. Esta participação evoluiu de aproximadamente 0,9% em 1974 para aproximadamente 5,7% em 1983. Isto significou, por definição, uma diminuição da relação entre o produto nacional bruto e o PIB. De fato, sabe-se que

$$\text{PNB} + \text{RLEE} = \text{PIB}$$

ou seja,

$$\frac{\text{PNB}}{\text{PIB}} = 1 - \frac{\text{RLEE}}{\text{PIB}}$$

Uma forma interessante de se analisar como se procedeu o ajustamento interno, a este aumento substancial na transferência de recursos reais ao exterior, é indagando-se de que maneira se deu a contração da relação entre o produto nacional bruto e o PIB. Trabalhando-se com agregados estimados a preços de mercado, é sabido que se pode decompor o PNB em renda disponível do setor público e renda disponível do setor privado, o que permite escrever, a partir da equação anterior, a seguinte identidade

$$y_p + y_e = 1 - y_f$$

onde y_p , y_e e y_f são respectivamente as participações, no produto interno bruto a preços de mercado, da renda disponível do setor privado, da renda disponível do setor público e da renda líquida enviada ao exterior.

Em princípio o ajustamento interno decorrente de um au

mento de y_f deveria ter sido compartilhado pelos setores privado e público, com uma contração tanto de y_p como de y_e , talvez em bases aproximadamente proporcionais. Este padrão de ajustamento pode ser visualizado na figura 1. Suponha que inicialmente os valores relevantes sejam y_p^0 e y_e^0 ; a distribuição do produto entre os dois setores sendo denotada pelo ponto g sobre a reta ab . Um aumento da participação da renda líquida enviada ao exterior (y_f) implica um deslocamento para baixo desta reta para cd . Um ajustamento proporcional dos dois setores significa uma contração de g para k , ao longo do raio Oh . Tal ajustamento manteria as participações relativas dos dois setores no produto nacional.

Contudo, foi bastante diferente o padrão de ajustamento observado na economia brasileira nos últimos anos. Em termos da figura 1 este ajustamento envolveu um deslocamento de g , não para k , mas para m . O que significa que todo o ônus do ajuste foi deixado a cargo do setor público. Não houve qualquer redução da participação do setor privado no PIB.

Isto é imediatamente constatável através dos dados apresentados na tabela 1. A primeira coluna da tabela permite observar o rápido crescimento da participação da renda líquida enviada ao exterior no PIB desde a segunda metade da década passada. Como já mencionado acima, esta participação aumentou seis vezes durante os últimos dez anos da série. Enquanto isto, a participação da renda disponível do setor privado no PIB permaneceu basicamente estável, apresentando mesmo uma ligeira tendência à alta. Já a participação da renda disponível do setor público em 1983 atingiu um valor correspondente a aproximadamente metade do valor observado em 1973. Dados preliminares para 1984 sugerem uma significativa queda adicional desta participação. Não poderia ficar melhor evi

Rogério L.F. Werneck

TABELA 1
 DISTRIBUIÇÃO DO PRODUTO INTERNO BRUTO
 (SÉRIES COMO PROPORÇÃO DO PIB)
 (%)

ANO	Renda Liq. Env. ao Ext.	Renda Disp. Setor Publ.	Renda Disp. Setor Priv.	PIB
1970	0.94	16.63	82.43	100.00
1971	0.94	16.81	82.25	100.00
1972	0.96	16.64	82.40	100.00
1973	0.92	16.84	82.24	100.00
1974	0.87	14.34	84.78	100.00
1975	1.39	14.43	84.18	100.00
1976	1.53	14.85	83.62	100.00
1977	1.62	13.38	85.01	100.00
1978	2.23	11.59	86.18	100.00
1979	2.58	11.57	85.85	100.00
1980	3.07	10.05	86.88	100.00
1981	3.96	9.97	86.07	100.00
1982	5.10	10.29	84.61	100.00
1983	5.69	8.67	85.64	100.00

FONTE: Contas Nacionais

denciado o fato de que o ônus do ajuste tem sido basicamente suportado pelo setor público, ao contrário do que reiteradamente tem sido alardeado.

Há que se analisar mais detidamente esta queda na participação da renda disponível do setor público no PIB. Sabe-se que, por definição, a renda disponível do setor público é simplesmente a carga tributária bruta (impostos, diretos e indiretos) mais as outras receitas correntes líquidas do governo, menos o que é devolvido ao setor privado na forma de subsídios e transferências. A tabela 2 permite verificar de que forma cada um destes componentes contribuiu para a redução da participação da renda disponível do setor público no PIB entre 1973 e 1983.

O exame da última coluna da tabela permite concluir que cerca de 1/4 da redução pode ser atribuída à queda da tributária bruta. Embora tenha havido um aumento da relação entre os tributos diretos e o PIB, isto não foi suficiente para compensar a pronunciada diminuição da relação entre os tributos indiretos e o PIB. Pode-se ainda verificar na mesma coluna da tabela que a queda nas outras receitas correntes líquidas e o aumento dos gastos com subsídios explicam, cada um deles, aproximadamente 1/8 da redução observada na participação da renda disponível do setor público no PIB durante o período. Já a elevação de gastos com transferências explica quase metade desta redução. O que se deve primordialmente ao aumento explosivo dos dispêndios com juros sobre a dívida interna.

Para que a estatização paulatina da dívida externa não viesse a gerar as dificuldades financeiras que veio a gerar no am-

TABELA 2

DECOMPOSIÇÃO DA VARIÇÃO DA RENDA DISPONÍVEL DO SETOR PÚBLICO
1973-1983

Componentes:	Valores em % do PIB			%
	1973 (A)	1983 (B)	Varição (B)-(A)	
Carga Tributária Bruta	26,52	24,44	-2,08	-25,46
Tributos Diretos	(10,91)	(11,95)	(+1,04)	(+12,73)
Tributos Indiretos	(15,61)	(12,49)	(-3,12)	(-38,19)
Outras Receitas Correntes Líquidas	-0,16	-1,22	-1,06	-12,97
(-) Subsídios	(-)1,23	(-)2,27	-1,04	-12,73
(-) Transferências	(-)8,29	(-)12,27	-3,98	-48,72
Renda Disponível do Setor Público	16,84	8,67	-8,17	100,00

Fonte: Contas Nacionais

bito do setor público, teria sido necessário um aumento concomitante da participação da renda disponível do setor público no PIB. O que quase certamente envolveria uma elevação razoável da carga tributária bruta de forma a carrear ao setor público recursos que correspondessem à contrapartida em cruzeiros dos crescentes encargos com o serviço da dívida externa. A socialização da dívida externa teria que haver correspondido uma socialização dos serviços desta mesma dívida.

De fato, contudo, o equacionamento que se deu ao problema da transferência de recursos ao Estado foi totalmente inadequada. O que se observou não foi um aumento na carga tributária, mas sim, uma redução bastante significativa da mesma. E na medida que os recursos tributários se mostraram insuficientes, recorreu-se, de forma cada vez mais intensiva, à emissão de dívida interna. Com o decorrer do tempo, o crescimento vertiginoso do estoque de dívida pública levou a que os pagamentos de juros passassem a adquirir proporções de gerenciamento cada vez mais difícil, inclusive em decorrência da própria pressão da emissão líquida de títulos públicos sobre a taxa de juros.

A opção pelo endividamento interno certamente retardou o ajuste requerido na renda disponível do setor público, mas afinal acabou contribuindo marcadamente para aumentar as próprias dimensões do ajuste necessário. De fato, o aumento explosivo das transferências ao setor privado decorrentes dos juros da dívida interna reduziram ainda mais a renda disponível do setor público, como se viu acima.

3. Efeitos sobre a Poupança Estatal

Na seção anterior constatou-se a assimetria do processo de ajuste da economia brasileira às dificuldades advindas do endividamento externo. Verificado que o ônus do ajuste recaiu basicamente sobre o setor público, há que se examinar as consequências desta assimetria. A redução da participação da renda disponível do setor público, a percentagens correspondentes a pouco mais da metade das observadas em meados da década passada, implicou a desarticulação de funções da maior importância que historicamente vinham sendo desempenhadas pelo Estado na economia brasileira. Em particular, implicou a desarticulação da capacidade de geração de poupança pelo governo.

Durante boa parte dos anos setenta uma parcela substancial da poupança interna no Brasil foi gerada pelo setor público. Entre 1970 e 1977, a poupança em conta corrente do governo correspondeu em média a aproximadamente 32,1% da renda disponível do setor público. Percebe-se melhor a importância do esforço de geração de poupança que esta percentagem revela, quando se constata que a relação média entre a poupança do setor privado e a renda disponível do setor privado observada durante o mesmo período foi igual a 23,1%.

Contudo, esta alta "propensão a poupar" do setor público foi rapidamente erodida a partir de 1978 como pode ser observado através dos dados da tabela 3. Tão grave foi esta erosão que em 1983 a contribuição do setor público à geração de poupança interna passou a ser negativa. A gravidade das consequências da desarticulação desta fonte de geração de poupança pode ser avalia-

da com maior nitidez através dos dados da tabela 4. Nos anos iniciais da década de setenta cerca de 1/4 da poupança interna podia ser atribuída à poupança em conta corrente do governo. A desarticulação da capacidade do setor público de continuar a contribuir para o esforço de poupança da economia explica boa parte da redução recente da taxa de poupança interna da economia brasileira, que passou de 25,4% em 1973 para pouco mais do que 13,6% em 1983.

Poder-se-ia supor que esta desarticulação teria sido em parte causada por um rápido aumento no consumo do governo. Nos últimos anos tem ganho força a percepção de que os gastos de consumo do governo tem mostrado sinais de descontrole. Não é isto contudo o que se pode inferir das evidências disponíveis.

Um exame preliminar dos dados da tabela 5 revela que o consumo do governo como proporção do PIB tem mostrado um alto grau de estabilidade desde o início da década de setenta, oscilando em torno de aproximadamente 10%. Da mesma forma a composição deste consumo tem permanecido basicamente inalterada. Cerca de 70% tem correspondido a gastos com pessoal e 30% com outras compras de bens e serviços. A rigor, um exame mais detalhado da tabela permite verificar que o consumo total do governo como proporção do PIB, que correspondia em média a 11,0% no período 1970-1972, passou a corresponder em média a apenas 9,2% no período 1980-1982. Os gastos com pessoal, ainda como proporção do PIB, baixaram de uma média de aproximadamente 8,1% no primeiro período de para menos de 6,5% no último período. Pode-se também detectar uma queda, ainda que pouco significativa, nos dispêndios com outras compras de bens e serviços como proporção do PIB, quando se com

Rogério L.F. Werneck

TABELA 5

CONSUMO E POUPANÇA EM CONTA CORRENTE DO GOVERNO
1970 - 1983

Valores em Percentagem do PIB

	Renda Disponível do Setor Público A	Consumo			Poupança em Conta Corrente A-B
		Pessoal	Outras Compras de Bens e Serv.	Consumo Total B	
1970	16,6	8,2	3,0	11,2	5,4
1971	16,8	8,2	2,8	11,0	5,8
1972	16,6	8,0	2,8	10,8	5,8
1973	16,8	7,4	3,1	10,5	6,3
1974	14,3	6,8	3,0	9,8	4,5
1975	14,4	7,4	3,2	10,6	3,8
1976	14,9	7,2	3,4	10,6	4,3
1977	13,4	6,6	2,9	9,5	3,9
1978	11,6	6,6	2,7	9,3	2,3
1979	11,6	6,6	2,8	9,4	2,2
1980	10,0	6,2	2,6	8,8	1,2
1981	10,0	6,2	2,7	8,9	1,1
1982	10,3	7,0	3,0	10,0	0,3
1983	8,7	-	-	9,4	-0,7

Fonte: Contas Nacionais. Discriminação do consumo obtido em M.H. Costa, "Política Fiscal na Economia Brasileira", Conjuntura Econômica, vol. 39, nº 2, fevereiro de 1985.

param as médias correspondentes aos mesmos períodos*.

Não há portanto qualquer base para a suposição de que a desarticulação da capacidade de geração de poupança pelo governo tenha advindo de um aumento nos seus gastos de consumo. De fato, a própria tabela 5 permite verificar que o desaparecimento da poupança em conta corrente foi indubitavelmente causado pela forte queda observada na renda disponível do setor público como proporção do PIB. O ajuste a esta queda concentrou-se exatamente sobre a poupança em conta corrente, dadas as notórias dificuldades de compressão dos gastos de consumo.

4. O Ajuste no Âmbito do Setor Produtivo Estatal

Na análise desenvolvida na seção 2 foram apresentadas evidências de que o ajuste da economia brasileira às dificuldades decorrentes do endividamento externo recaiu fundamentalmente sobre o setor público. Em boa parte, a análise baseou-se no exame da evolução das séries de renda disponível do setor público, renda disponível do setor privado e renda líquida enviada ao exterior, extraídas das contas nacionais. É sabido, contudo, que nas estimativas de contas nacionais no Brasil, assim como em muitos outros países, o conceito subjacente de setor público é algo restrito. As empresas estatais propriamente ditas são incluídas de fato no setor privado**.

* Note-se que o último período inclui o ano de 1982, um ano eleitoral durante o qual houve um aumento significativo e notório no consumo do governo. O que só reforça as evidências acerca de uma tendência à queda no consumo do governo como proporção do PIB, quando se comparam os dois períodos.

** Note-se, no entanto, que o conceito de setor público nas contas nacionais inclui todas as agências descentralizadas que desempenham atividades tipicamente governamentais, além do governo propriamente dito, nos seus três níveis. Ver Fundação Getúlio Vargas (1972).

Esta peculiaridade das contas nacionais dá certamente espaço para que se coloque em dúvida o caráter conclusivo das evidências apresentadas na seção 2 acerca da assimetria do ajuste interno observado na economia brasileira nos últimos anos. Como as empresas estatais estão incluídas no setor privado, não se segue da simples redução da participação da renda disponível do setor público no PIB, e da manutenção da participação da renda disponível do setor privado, que o setor público tenha suportado isoladamente o ônus do ajustamento.

Em princípio, é possível imaginar que a queda da importância relativa da renda disponível do setor público tivesse correspondido um aumento da participação das empresas estatais no que é rotulado nas contas nacionais de renda disponível do setor privado. Neste caso, parte do ajuste poderia na verdade ter sido feito pelo setor privado propriamente dito. Poder-se-ia até conceber a possibilidade de ter ocorrido um aumento tão grande na participação das empresas estatais na renda disponível do setor privado que, uma vez estimado, pudesse levar à conclusão de que o setor privado propriamente dito é que teria suportado isoladamente o ônus do ajuste interno.

Estas são possibilidades lógicas que devem ser devidamente consideradas. Nesta seção procura-se dirimir estas dúvidas remanescentes, analisando-se as evidências disponíveis acerca do ajuste no âmbito do setor produtivo estatal nos últimos anos.

Em primeiro lugar cumpre verificar se a redução da participação da renda disponível do setor público no PIB não decorreu de aumentos de subsídios e transferências às empresas estatais e de redução dos tributos pagos por estas mesmas empresas.

Isto pode ser feito examinando-se os dados apresentados na tabela 6. Como se pode observar, entre 1970 e 1982 o fluxo corrente líquido de recursos entre as empresas estatais e o governo foi positivo em todos os anos, afora 1974-1976 e 1978. O que significa que o valor dos tributos pagos por estas empresas tem em geral superado a soma dos subsídios e transferências recebidas do governo a cada ano. Medida como proporção do PIB, a média deste fluxo líquido passou de -0,31% no período 1974-1976 para +0,51% em 1977-1979, aumentando ainda para +0,88% no triênio 1980-1982. A queda na participação da renda disponível do setor público no PIB não pode, portanto, ser atribuída a uma diminuição do fluxo líquido de recursos das empresas estatais para o governo. Houve de fato um aumento palpável deste fluxo líquido desde meados da década passada.

Mas ainda assim poderia ter havido um aumento da participação das empresas estatais na renda disponível do setor privado. As evidências apresentadas no parágrafo anterior apenas permitem concluir que, se houve tal aumento, ele certamente não resultou do efeito direto de uma alteração nos fluxos correntes de recursos entre o governo e as empresas estatais. Mas poderia ter resultado de outros efeitos.

Um efeito possível teria sido um aumento nos preços relativos dos bens e serviços produzidos pelas empresas estatais. As evidências disponíveis, contudo, descartam esta possibilidade. Em Werneck (1985b) analisa-se com detalhe a evolução, desde o final da década de setenta, de alguns dos principais preços relativos de bens e serviços produzidos por estas empresas. Verifica-se que, em resultado da política sistemática de controle de preços públicos como instrumento de combate à inflação, houve uma dete-

Rogério L.F. Werneck

TABELA 6
 EMPRESAS FEDERAIS NÃO FINANCEIRAS
 TRIBUTOS, SUBSÍDIOS E TRANSFERÊNCIAS
 1970-1982

Cr\$ bilhões correntes

ANO	A Subsídios	B Transferências	C Tributos Inclusive Encargos Sociais	D Fluxo Corrente Líquido (C-B-A)	E Fluxo Corr. Líquido como % PIB
1970	0,9	0,0	1,0	0,1	0,05
1971	1,0	0,2	1,9	0,7	0,27
1972	1,3	0,3	3,1	1,5	0,43
1973	3,3	0,6	4,5	0,6	0,12
1974	8,7	1,1	6,6	-3,2	-0,45
1975	16,7	-	13,1	-3,6	-0,36
1976	15,7	0,0	13,6	-2,1	-0,13
1977	26,1	0,0	27,7	1,6	0,06
1978	38,9	13,2	41,2	-10,9	-0,29
1979	62,4	11,7	194,8	110,7	1,75
1980	215,0	40,4	359,3	103,9	0,79
1981	434,7	124,8	721,2	161,7	0,63
1982	682,3	73,2	1372,0	616,5	1,21

FONTE: Tabela computada a partir de dados publicados em Margaret Hanson Costa. "O Setor Privado e a Carga Tributária", Di-
gesto Econômico, Junho, 1984.

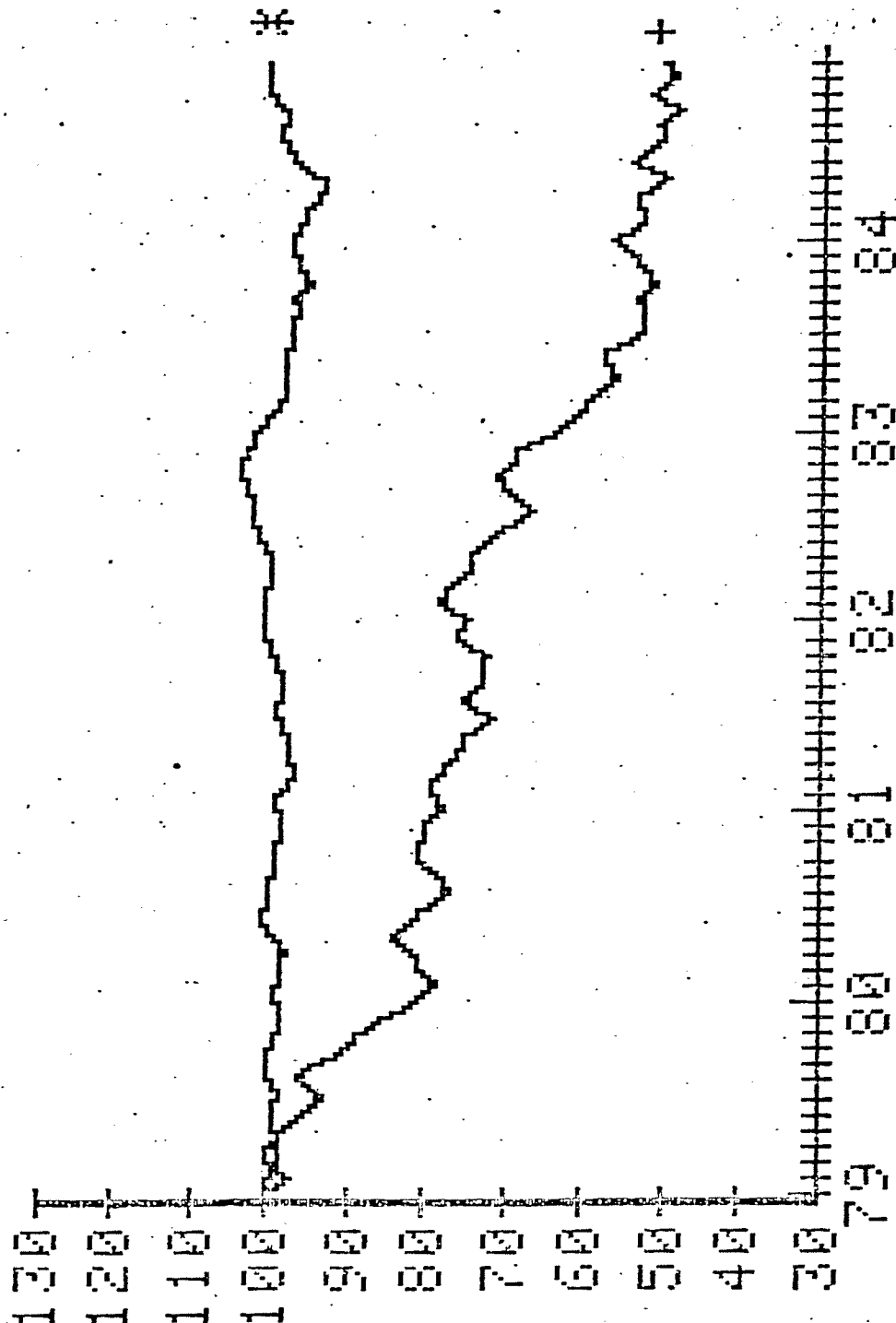
rioração flagrante dos níveis reais destes preços ao longo do período. Os gráficos apresentados a seguir, extraídos de Werneck (1985b), são particularmente contundentes. Usando-se como deflator o Índice Geral de Preços, no conceito de disponibilidade interna, observa-se entre janeiro de 1979 e dezembro de 1984 uma redução de 50% nos preços reais de produtos siderúrgicos, de 40% na tarifa média de energia elétrica, e de 60% nas tarifas telefônicas.

Dentre os principais preços públicos, os únicos que apresentaram aumento real durante este período foram os de derivados de petróleo. O índice de preços por atacado de petróleo e derivados, quando deflacionado pelo IGP-DI, revela um crescimento real de cerca de 60% entre janeiro de 1979 e dezembro de 1984. Mas a maior parte deste aumento efetivou-se durante o ano de 1979, em decorrência da elevação de aproximadamente 250% no preço em dólar do barril de petróleo importado ocorrido naquele ano.

Os efeitos sobre as empresas estatais da evolução desfavorável dos preços relativos dos bens e serviços por elas produzidos foram agravados pelo rápido crescimento de custos financeiros decorrentes do endividamento externo que estas empresas tiveram que enfrentar nos últimos anos*. Como se viu na seção 2, as empresas estatais foram forçadas, desde meados da década de setenta, a captar recursos externos para financiamento dos seus programas de investimento, como parte da política então adotada de viabilização do balanço de pagamentos. Contudo, quando tais projetos de investimento começaram a maturar, elas se viram impedidas de internalizar adequadamente os benefícios deles decorrentes. Boa parte

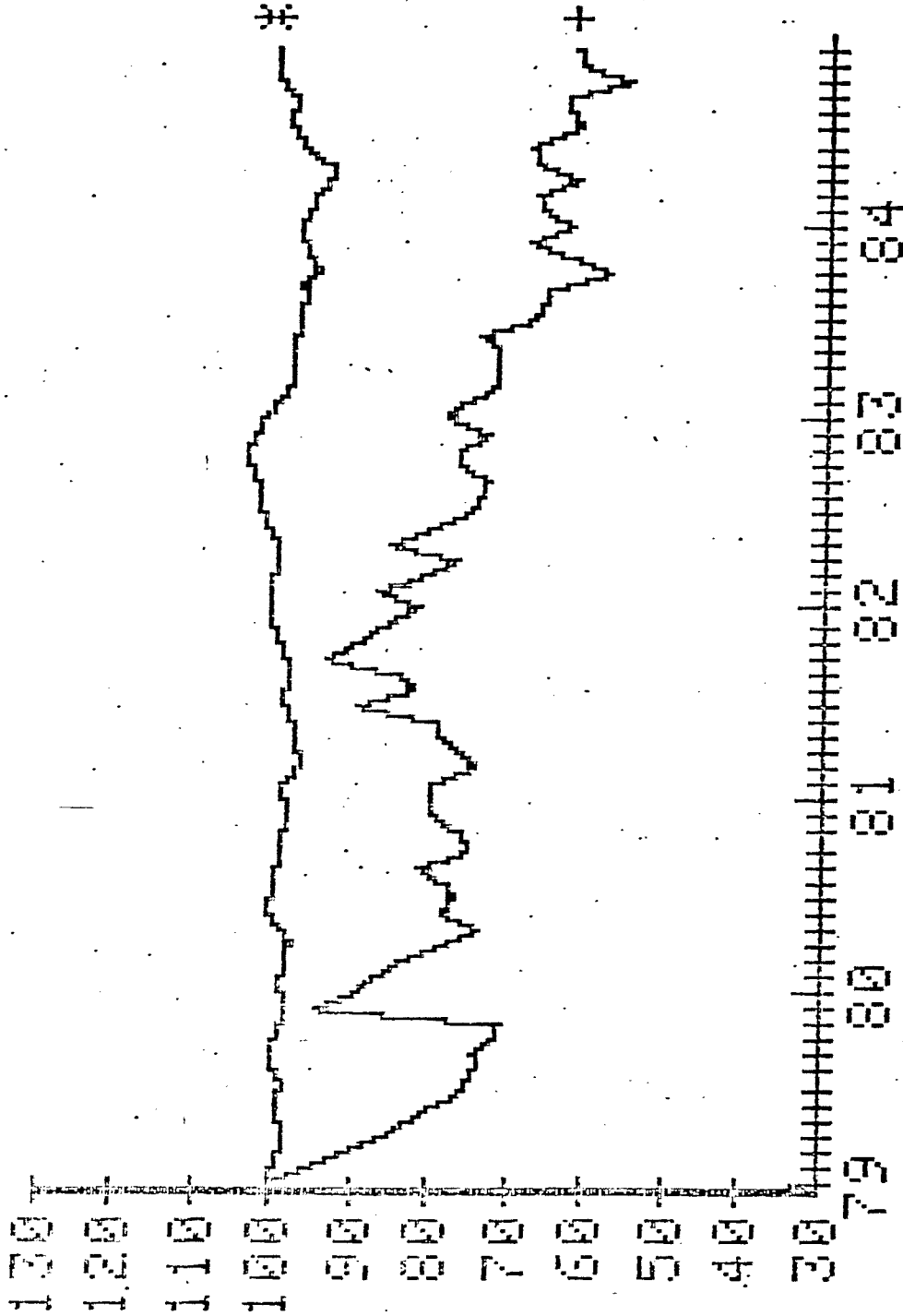
* Para uma análise do crescimento recente dos custos financeiros das empresas estatais e seus efeitos ver Werneck (1985a).

GRÁFICO 1



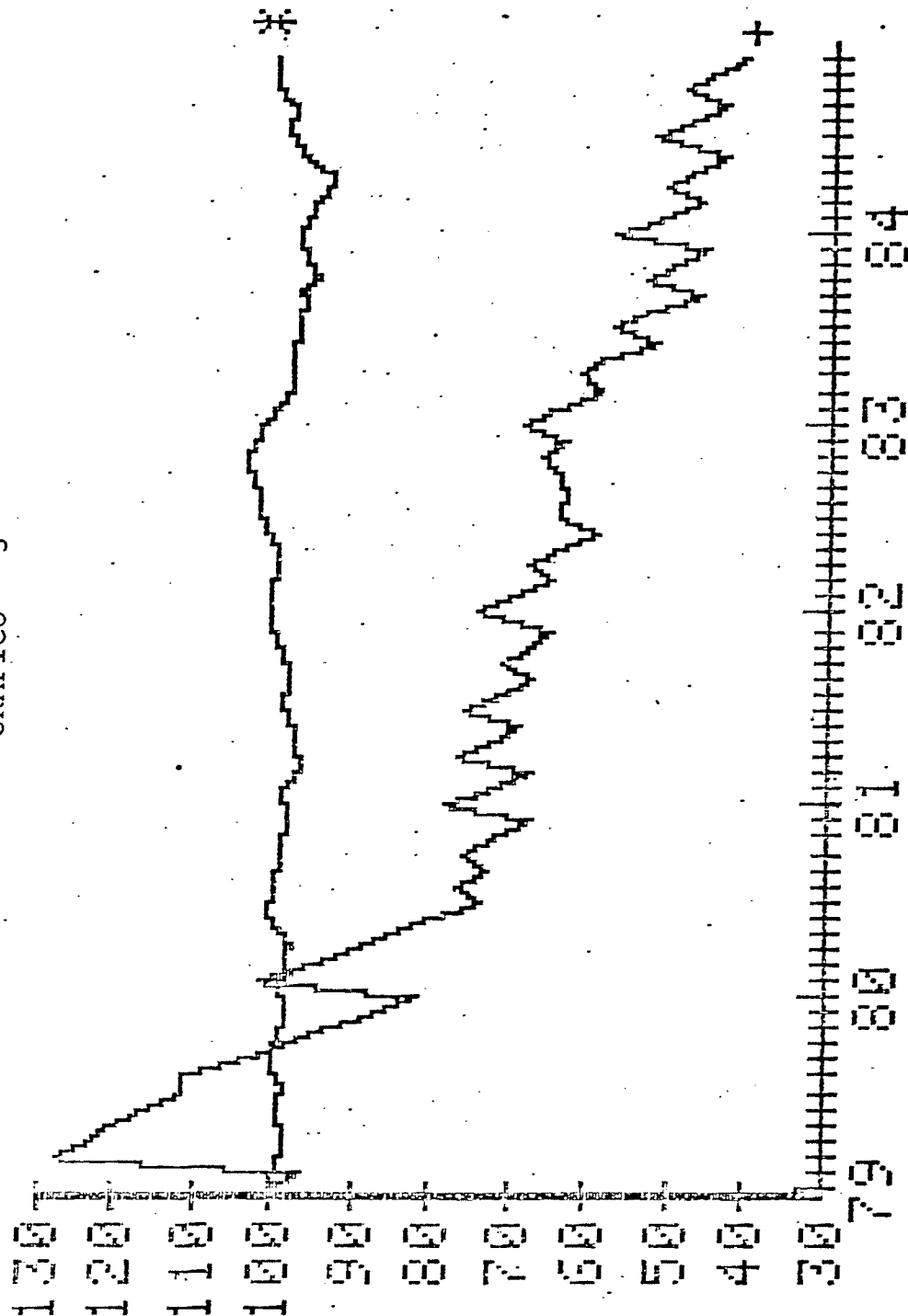
+ Índice de Preços de Ferro, Aço e Derivados Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100)
 * Índice de Preços por Atacado da Indústria de Transformação Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100).

GRÁFICO 2



+ Índice de Tarifa Média de Energia Elétrica Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100)
* Índice de Preços por Atacado da Indústria de Transformação Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100).

GRÁFICO 3



+ Índice de Tarifas Telefônicas Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100)
 * Índice de Preços por Atacado da Indústria de Transformação Deflacionado pelo IGP-DI (Jan. 1979=100).

destes benefícios acabou transferida ao setor privado através da deterioração dos preços relativos dos bens e serviços produzidos pelas empresas estatais. O que permaneceu integralmente com estas empresas foi o ônus decorrente da dívida externa contraída.

Em decorrência destes fatos, as evidências disponíveis sugerem quedas pronunciadas nos resultados financeiros das empresas estatais, o que reforça a rejeição da hipótese de que teria havido um aumento da participação das empresas estatais no que as contas nacionais rotulam de renda disponível do setor privado. A tabela 7 apresenta a evolução dos resultados consolidados de 119 empresas estatais incluídas entre as 1.000 maiores sociedades anônimas não financeiras da economia brasileira. Os dados são apresentados em percentagens do PIB e foram computados a partir de dados que vem sendo levantados em bases sistemáticas pela Fundação Getúlio Vargas. Verifica-se que o lucro consolidado líquido do exercício, para estas 119 empresas, caiu de uma média de 1,94% do PIB no biênio 1978-1979, para 1,62% no biênio 1980-1981 e para 1,24% no biênio 1982-1983. Queda semelhante pode ser observada para o lucro líquido retido, consolidado. De uma média de 1,45% do PIB no biênio 1978-1979, há uma redução para 1,34% no biênio seguinte e uma nova queda para 0,87% em 1982-1983.

Evidências adicionais são apresentadas na tabela 8, onde se pode examinar a evolução do resultado corrente consolidado das empresas não-financeiras estatais federais entre 1970 e 1982. Tal tabela foi computada a partir de dados estimados por Margaret Hanson Costa do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas. Por resultado corrente deve-se entender a simples diferença entre a receita corrente e as despesas correntes destas empresas. Através desta tabela pode-se verificar que o resul

TABELA 7

119 EMPRESAS ESTATAIS INCLUÍDAS ENTRE AS 1000 MAIORES S.A. NÃO FINANCEIRAS

RESULTADOS CONSOLIDADOS
VALORES EM PERCENTAGEM DO PIB

Ano	Lucro Bruto	Lucro Operacional Líquido	Lucro Líquido do Exercício	Lucro Líquido Retido
1978	4,22	0,04	2,27	1,76
1979	3,63	-1,91	1,61	1,14
1980	4,14	-1,80	1,13	0,89
1981	4,30	-3,17	2,11	1,80
1982	3,45	-4,18	1,63	1,30
1983	4,87	-5,69	0,85	0,61

FONTE: Computado a partir de dados publicados em Conjuntura Econômica, (Separata) vol. 39, nº 4, abril de 1985.

Rogério L.F. Werneck

TABELA 8
 EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS ESTATAIS FEDERAIS
 1970-1982

Ano	Resultado Corrente* (Cr\$ bilhões correntes)	Resultado Corrente* como Porcentagem do PIB
1970	3,7	1,88
1971	3,6	1,37
1972	7,7	2,23
1973	13,6	2,81
1974	23,0	3,24
1975	37,0	3,66
1976	54,0	3,32
1977	83,9	3,37
1978	84,5	2,24
1979	53,3	0,83
1980	87,4	0,66
1981	863,6	3,36
1982	1130,9	2,22

* Receita corrente menos despesa corrente das empresas não financeiras com part. federal.

FONTE: Tabela computada a partir de dados publicados em Margaret Hanson Costa, "A Política Fiscal na Economia Brasileira", Conjuntura Econômica, vol. 39, nº 2, fevereiro, 1985.

tado corrente das empresas não-financeiras estatais federais cor respondeu em média a apenas 1,86% do PIB no quinquênio 1978-1982, tendo atingido 3,26% no quinquênio anterior, 1973-1977.

Dados que vêm sendo levantados pela Secretaria de Controle das Empresas Estatais (SEST) também permitem identificar com clareza uma tendência pronunciada à queda dos lucros agregados das empresas estatais federais nos últimos anos. Com base em tais dados, que infelizmente só começaram a ser levantados a partir de 1980, computou-se a tabela 9.

Calculado como percentagem do PIB, o lucro operacional agregado, das entidades sob controle da SEST classificáveis como empresas do setor produtivo estatal, já era quase desprezível em 1980, ainda que positivo. Nos três anos que se seguiram, o lucro operacional agregado destas empresas passou a ser negativo, o prejuízo correspondente atingindo 1,27% do PIB em 1983. A tabela permite também verificar que, como percentagem do PIB, o lucro agregado líquido do exercício obtido por estas empresas reduziu-se substancialmente ao longo dos primeiros quatro anos da presente década, apesar do repique observado em 1981.

As várias evidências apresentadas não dão qualquer apoio à suposição de que teria havido um aumento da participação das empresas estatais no que é rotulado nas contas nacionais de renda disponível do setor privado. Resta contudo ainda um argumento a ser refutado. Mesmo que tenha havido uma queda pronunciada nos lucros das empresas estatais medidos como proporção do PIB, poderia ter havido uma transferência significativa de recursos do resto da economia a estas empresas, tendo estes recursos sido consumidos ineficientemente no financiamento de folhas de pagamento inchadas, resultantes do empreguismo e de uma política sa-

Rogério L.F. Werneck

TABELA 9
 EMPRESAS DO SETOR PRODUTIVO ESTATAL
 RESULTADOS AGREGADOS

Ano	<u>Cr\$ bilhões correntes</u>		<u>Valores como % do PIB</u>	
	Lucro Operacional	Lucro Líq. do Exerc.	Lucro Operacional	Lucro Líq. do Exerc.
1980	0,8	100,8	0,00	0,76
1981	(1,4)	296,5	(0,00)	1,15
1982	(410,8)	288,2	(0,81)	0,56
1983	(1524,4)	570,0	(1,27)	0,47

Fonte: Tabela estimada a partir de dados publicados no Cadastro SEST, 1984.

larial excessivamente generosa.

É certamente inegável que se podem apontar casos de empresas estatais nas quais isto de fato aconteceu nos últimos anos. Os dados agregados, porém, sugerem que tais casos não podem de forma alguma ser generalizados. Na tabela 10 é apresentada uma série de despesas agregadas com pessoal e encargos por parte das empresas não-financeiras com participação do governo federal, calculadas como percentagens do PIB. Tal tabela foi computada a partir de dados que resultaram de uma pesquisa realizada no Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas.

Entre 1973 e 1982 estas despesas agregadas passaram de 2,24% para 2,66% do PIB, o que perfaz um crescimento de 18,75% em pouco menos de uma década. Embora palpável, o acréscimo envolvido equivale a pouco mais de 0,4% do PIB, o que representa aproximadamente 1/20 da queda observada na renda disponível do setor público entre 1973 e 1983, conforme pode ser verificado na tabela 2, seção 2. Ademais, como a produção de muitos dos setores nos quais as empresas estatais estão sendo inseridas cresceu a taxas mais rápidas do que a média da economia durante o período, não parece surpreendente que se observe um ligeiro acréscimo das despesas agregadas com pessoal e encargos destas empresas quando medidas em percentagem do PIB. O que, sim, deve surpreender é o crescimento acelerado das despesas financeiras agregadas destas empresas. Como se pode ver na própria tabela 10, estas despesas passam de 0,43% do PIB em 1973 para 4,28% do PIB em 1982, o que significa uma proporção cerca de 10 vezes maior.

Evidências do mesmo tipo para anos mais recentes, mas provenientes de dados estimados pela Secretaria de Controle das Empresas Estatais (SEST), são apresentadas na tabela 11. Embora

Rogério L.F. Werneck

TABELA 10
 EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS COM PARTICIPAÇÃO DO GOVERNO FEDERAL
 DADOS AGREGADOS
 VALORES EM PERCENTAGENS DO PIB

ANO	Salários e Encargos	Despesas Financeiras
1970	1,82	0,27
1971	1,82	0,28
1972	1,82	0,35
1973	2,24	0,43
1974	1,89	0,56
1975	1,97	1,05
1976	1,84	1,37
1977	1,95	1,30
1978	1,94	1,90
1979	2,42	2,88
1980	2,40	2,78
1981	2,51	3,57
1982	2,66	4,28

Fonte: Tabela computada a partir de dados publicados em Margaret Hanson Costa, "O Setor Privado e a Carga Tributária", Digesto Econômico, junho, 1984.

os dados não sejam coerentes com os apresentados na tabela 10 no caso dos dois anos de interseção das duas séries, pode-se observar na tabela 11, que entre 1981 e 1984 os dispêndios com pessoal e encargos por parte das empresas estatais sofreram uma redução substancial, quando medidos em percentagem do PIB. Da mesma forma, a forte tendência à alta nos dispêndios destas empresas com encargos financeiros é claramente observável na tabela 11. Medidos como proporção do PIB, tais encargos quase dobraram entre 1981 e 1984.

As evidências discutidas nesta seção parecem suficientes para eliminar qualquer dúvida que se pudesse levantar acerca do fato de que foi sobre o setor público que recaiu de fato o ônus do ajuste por que passou a economia brasileira nos últimos anos, em decorrência do endividamento externo. Ao contrário, estas evidências parecem reforçar o que foi arguído na seção 2. O ajuste no âmbito das empresas estatais, envolvendo deterioração nos preços relativos dos bens e serviços por elas produzidos, redução de lucratividade e aumento explosivo dos seus custos financeiros, sugere que o ônus suportado pelo setor público, amplo sentido, foi de fato maior do que o parecia delineado na seção 2.

Tal como no caso do setor governo propriamente dito, o ajuste no âmbito das empresas estatais implicou uma redução substancial na capacidade destas empresas de autofinanciar seus investimentos, como pode ser observado na tabela 12. Em meados da década de setenta as empresas estatais federais chegaram a gerar uma poupança equivalente a cerca de 1/5 da poupança bruta do setor privado. Em 1980 esta participação havia baixado para pouco mais de 1/10, não obstante uma substancial queda na poupança bru

Rogério L.F. Werneck

TABELA 11
EMPRESAS DO SETOR PRODUTIVO ESTATAL

Dados Agregados

(Valores em percentagem do PIB)

Itens de dispêndio:	1981	1982	1983	1984
Pessoal & Encargos	2,10	2,22	1,94	1,70
Encargos Financeiros	1,38	1,86	2,21	2,53

Fonte: Tabela computada a partir de dados publicados nos Relatórios SEST.

Rogério L.F. Werneck

TABELA 12
 POUPANÇA BRUTA DAS EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS
 (Cr\$ milhões correntes)

ANO	Poup. Bruta Emp. Est. A	PIB B	Poup. Bruta Set. Privado C	A/B (percent.)	A/C (percent.)
1970	7.536	196.110	36.786	3,84	20,49
1971	6.879	261.102	45.792	2,63	15,02
1972	11.161	345.001	61.186	3,23	18,24
1973	16.336	483.340	92.030	3,38	17,75
1974	26.267	707.977	135.840	3,71	19,33
1975	46.277	1.009.673	230.804	4,58	20,05
1976	46.681	1.625.134	310.978	2,87	15,01
1977	92.027	2.486.769	488.898	3,70	18,82
1978	147.175	3.763.867	734.008	3,91	20,05
1979	161.464	6.311.762	958.560	2,55	16,84
1980	228.636	13.163.817	2.113.491	4,73	10,81
1981	1.290.726	25.631.771	4.063.595	5,03	31,76

FONTE: Corrêa do Lago e outros (1984).

ta do setor privado propriamente dito, que passou de 18,28% do PIB em 1975 para 14,32% em 1980.* O repique observado na participação da poupança das empresas estatais na poupança bruta do setor privado em 1981, deveu-se em parte a uma forte queda adicional na poupança bruta do setor privado propriamente dito - que baixou a 10,82% do PIB - e, em parte, ao próprio repique dos lucros destas empresas neste ano, como já se observou na discussão das tabelas 8 e 9.

5. Comentários Finais

Nas seções anteriores procurou-se, inicialmente demonstrar que foi sobre o setor público que recaiu o ônus do ajuste interno por que teve que passar a economia brasileira nos últimos anos, em consequência da crise de balanço de pagamentos. As evidências apresentadas parecem suficientes para refutar uma visão, que tem sido largamente disseminada, e que atribui os sinais recorrentes de crise financeira no setor público ao fato de que, ao contrário do setor privado, o setor público não teria logrado se ajustar às novas condições impostas pelas restrições externas.

Muito ao contrário, mostrou-se que houve uma socialização dos custos envolvidos no ajuste interno, que significou a concentração de tais custos sobre o Estado. E que a crise financeira que se estabeleceu no âmbito do setor público decorreu sim

* Como as empresas estatais são consideradas nas contas nacionais como pertencentes do setor privado, a poupança bruta do setor privado inclui a poupança destas empresas.

plesmente do fato de que não foram dadas ao Estado condições de fazer face aos novos encargos envolvidos nesta socialização. Tais encargos tiveram que ser precariamente acomodados às custas da desarticulação de funções tradicionais que o Estado historicamente tem desempenhado na economia brasileira.

Em particular, desarticulou-se o papel do Estado como grande gerador de recursos para o financiamento da acumulação de capital na economia. A poupança estatal simplesmente desapareceu no âmbito do setor governamental propriamente dito, e foi fortemente reduzida no âmbito das empresas estatais. A significação da desarticulação desta fonte de poupança só pode ser adequadamente apreendida quando se constata que, em meados da década de setenta, a poupança estatal latu senso correspondeu a mais de um terço da poupança interna*.

Como não houve ao mesmo tempo um aumento, e sim uma queda, do esforço privado de poupança, a taxa interna de poupança da economia brasileira nos últimos anos foi reduzida a quase metade do que foi há uma década.

Naturalmente a implementação de qualquer estratégia de crescimento sustentado para a economia brasileira nos próximos anos dependerá da disponibilidade de mecanismos de poupança que permitam o financiamento adequado da recuperação da taxa agregada de investimento. É ingênuo supor que o financiamento de níveis de acumulação de capital equivalentes a $1/5$ ou $1/4$ do PIB poderá vir a ser feito sem que se restabeleça a capacidade de geração de pou-

* Média do período 1973-1977, estimada a partir dos dados das tabelas 4 e 12.

pança pelo setor estatal.

Quando se compara a experiência de ajustamento experimentado pela economia brasileira nos últimos anos, com o que se passou em algumas outras economias que também se endividaram pesadamente no exterior, pode-se tentar ver pelo menos um lado positivo na estatização da dívida e na concentração do ônus do ajustamento sobre o Estado, que caracterizaram o caso brasileiro. Tendo-se circunscrito os custos ao setor público, manteve-se a maior parte do aparelho produtivo ao abrigo dos piores efeitos do ajustamento. Impediu-se que as dificuldades financeiras decorrentes da dívida externa viessem a desencadear um processo de desarticulação e desorganização ao nível das próprias unidades produtivas, como se observou em outros países. O que certamente teria sacrificado a possibilidade de uma recuperação tão vigorosa como a que se pôde observar em 1984-1985 na economia brasileira.

Se bem não faça qualquer sentido usar esta constatação como uma racionalização da política de ajustamento seguida no Brasil, faz sentido tê-la em mente na busca do ajuste interno que agora se faz necessário na economia brasileira. O que houve de fato foi uma socialização de custos apenas pela metade. Ao Estado foram passados os encargos mas não os meios para financiá-los. Tornou-se agora imperativo caminhar no sentido de se completar esta socialização, fazendo-se com que os custos sejam afinal repassados à sociedade, de forma a permitir que o Estado volte a ter a capacidade de desempenhar adequadamente as funções que lhe têm cabido na economia brasileira. O repasse destes custos não pode ser adiado com base em alegações de que envolve uma questão distributiva complexa.

O setor privado estará apenas ressarcindo algo tardiamente os custos de ter sido mantido protegido pelo Estado dos piores efeitos da crise decorrente do endividamento externo. Dada a perspectiva de uma nova fase de crescimento para a economia brasileira, a transferência dos recursos necessários ao Estado representará agora um ônus menor para o setor privado do que teria sido caso tivesse se efetivado durante a recessão. Naturalmente, o volume de recursos a ser transferido deverá depender das condições acerca do serviço da dívida externa que se conseguir impor aos credores internacionais.

6. Referências

- Brasil. Secretaria de Planejamento da Presidência da República (SEPLAN). Secretaria de Controle de Empresas Estatais (SEST). Cadastro das Empresas Estatais - 1984. Brasília: SEPLAN/SEST, 1985.
- Brasil. Secretaria de Planejamento da Presidência da República (SEPLAN). Secretaria de Controle de Empresas Estatais (SEST). Relatório de Atividades da SEST - 1981. Brasília: SEPLAN/SEST, 1982.
- Brasil. Secretaria de Planejamento da Presidência da República (SEPLAN). Secretaria de Controle de Empresas Estatais (SEST). Relatório Anual SEST - 1982 (1983). Brasília: SEPLAN/SEST, 1983 (1984).
- ~~Correa do Lago, L.A., Hanson Costa, M., Nogueira Batista Jr., P. e Ryff, T.B.B. (1984). O Combate à Inflação no Brasil: Uma Política Alternativa. Rio de Janeiro: Paz e Terra.~~

- Cruz, P.D. (1984), Dívida Externa e Política Econômica: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta. São Paulo: Brasiliense.
- Ferracioli, P.S., Dib, M.F. e Dias, G.G. (1985). "O Passivo Dollarizado do Banco Central". Boletim de Conjuntura Industrial, vol. 5, nº 3, mês 7.
- Fundação Getúlio Vargas (1972), Contas Nacionais do Brasil: Conceitos e Metodologia. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas.
- Hanson Costa, M. (1984), "O Setor Privado e a Carga Tributária". Digesto Econômico, junho.
- Hanson Costa, M. (1985), "Política Fiscal na Economia Brasileira", Conjuntura Econômica, vol. 39, nº 2, fevereiro.
- Nogueira Batista Jr., P. (1983), Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- Parkinson de Castro, A.L. e Lundberg, E.L. (1985), "Desequilíbrio Financeiro do Setor Público e seu Impacto sobre o Orçamento Monetário", trabalho apresentado no Seminário sobre Déficit Público promovido pela Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, dezembro, mimeo.
- Werneck, R.L.F. (1985a), "Uma Análise do Financiamento e dos Investimentos das Empresas Estatais Federais, 1980-83", Revista Brasileira de Economia, vol. 39, nº 1, janeiro/março.
- Werneck, R.L.F. (1985b), "Empresas Estatais, Controle de Preços e Contenção de Importações", Texto para Discussão nº 93, Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, maio, mimeo.