

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS**  
**ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA - EPGE**

**PRIVATIZAÇÃO: ASPECTOS FISCAIS E DÍVIDA PÚBLICA**

**MARCO ANTONIO DE SOUSA CARVALHO**

DISSERTAÇÃO APRESENTADA À CONGREGAÇÃO DA  
ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA – EPGE  
COMO PARTE DOS REQUISITOS PARA  
OBTENÇÃO DO TÍTULO DE MESTRE EM ECONOMIA

**Banca Examinadora:**

**RENATO FRAGELLI CARDOSO (Orientador)**  
**ARMANDO CASTELAR PINHEIRO**  
**FÁBIO GIAMBIAGI**

Rio de Janeiro

Fevereiro, 2001

***À Andréa, à Ana Clara e ao Roberto.  
Aos meus pais.***

## RESUMO

Este trabalho analisa os efeitos do programa de desestatização brasileiro sobre a acumulação da dívida pública no período 1995-1999. O objetivo central é avaliar se a utilização de receitas auferidas com a alienação de ativos estatais e concessões de serviços públicos no abatimento de dívidas de curto prazo tem efeito significativo sobre a redução – ou contenção do crescimento – da dívida pública e alteração do seu perfil, com reflexos sobre as necessidades de financiamento do setor público. Como possível contribuição adicional, esta dissertação apresenta um conjunto de dados, em geral pouco conhecidos, relativos às empresas estatais, ao programa de desestatização e à dívida pública, considerados de interesse geral.

Dentre os principais aspectos discutidos no trabalho destacam-se os seguintes, referentes ao período 1995-1999. A economia de juros obtida por meio do uso de recursos da privatização no resgate da dívida mobiliária interna de emissão do Tesouro Nacional atingiu R\$ 8,8 bilhões, contra R\$ 0,5 bilhão que o Tesouro deixou de arrecadar na forma de dividendos das empresas privatizadas. No que tange aos efeitos da privatização sobre os estoques de dívidas, calcularam-se reduções de R\$ 27,6 bilhões e R\$ 30,8 bilhões no saldo e nas emissões de títulos competitivos dessa dívida, respectivamente. A redução da dívida líquida do setor público alcançou 8,4% do PIB, tendo as privatizações estaduais contribuído com 3,6% do PIB. Adicionalmente, as necessidades de financiamento do setor público foram reduzidas em 5,4% do PIB. Esses são alguns resultados obtidos, por meio de metodologia de cálculo descrita no trabalho e utilizando-se dados efetivamente observados, com os valores em moeda corrente a preços de dezembro de 1999. Acrescenta-se a esses resultados a melhoria do desempenho das estatais remanescentes e de alguns indicadores fiscais, com impactos positivos sobre a dívida e o déficit públicos.

A análise dos resultados indica que a contribuição da privatização para a redução da dívida do setor público e o esforço de ajuste fiscal pode ser significativa, mesmo no curto prazo. A utilização de receitas de privatização para abater diversas dívidas governamentais e as dívidas transferidas para o setor privado reduziram a carga de juros incidentes sobre a dívida, seu estoque e o déficit público no período sob análise. A privatização possibilitou, ainda, a melhoria do perfil da dívida e a reestruturação de passivos do setor público.

## **ABSTRACT**

This work analyzes the effects of the Brazilian privatization program on the public debt accumulation between 1995 and 1999. The main objective here is to evaluate whether the revenues obtained from the sale of public assets and public services concessions to lower the short-term debts have an expressive effect on the reduction – or restraint of growth – of the public debt and alteration of its structure, reflecting on the public sector borrowing requirement. As a possible additional contribution, this dissertation presents a group of data, generally not very well-known, related to public enterprises, to the privatization program, and to the public debt, considered of general interest.

Among the main aspects discussed in this work, regarding the period between 1995 and 1999, the following ones can be highlighted. The economy with interest obtained from the use of privatization revenues in the recovery of short-term bond debts issued by the Federal Treasury has reached R\$ 8.8 billion, as against R\$ 0.5 billion that the Federal Treasury would otherwise have collected as dividends of privatized enterprises. Regarding the effects of privatization on debt stocks, reductions of R\$ 27.6 billion and R\$ 30.8 billion were calculated on the stock, and on the issuing of short-term bonds of this debt, respectively. The reduction of the net public debt has reached 8.4% of GDP, the state privatizations having contributed with 3.6% of GDP. Moreover, the public sector borrowing requirement were reduced by 5.4% of GDP. These are some of the results obtained, by the calculation methodology described in this work, and using data effectively observed. The values in the currency are expressed in December 1999 prices. Added to these results is the improvement of the performance of remaining public enterprises, and of some fiscal indicators, with positive impact on the debt and the public deficit.

The analysis of the results shows that privatization contribution towards reducing the debt of the public sector and the effort of fiscal adjustment can be expressive, even in the short term. The use of privatization revenues to reduce governmental debts, and the debts transferred to the private sector have lowered the amount of interest payable upon the debt, its stock, and also the public deficit, in the period analyzed. Privatization has also contributed to the improvement of the debt structure, and the restructuring of the liabilities of the public sector.



## **AGRADECIMENTOS**

Meus sinceros agradecimentos:

Aos colegas da Secretaria do Tesouro Nacional, Banco Central, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (DEST e DELIQ), pela ajuda na obtenção de dados fundamentais para o trabalho e atenção dispensada na discussão de tópicos específicos do tema sob análise.

A Fábio Barbosa, pela inspiração do tema do trabalho e apoio para a aquisição de dados essenciais.

A Fábio Giambiagi, que me auxiliou a dar os primeiros passos na execução do trabalho com sua orientação valiosa.

A Armando Castelar, que sempre encontrou espaço em sua agenda para discutir sobre o assunto estudado, apesar de seus compromissos. Sua paciência, apoio, comentários e sugestões foram de extrema importância para o resultado final.

Ao colega Maurício Pinheiro, que me estendeu a mão em momentos difíceis e prestou grande ajuda nas etapas finais do trabalho, além de suas apreciações muito relevantes e motivação para seguir adiante.

À colega Marly, pela sua colaboração na revisão do texto.

Ao colega José Carlos Jacob, pelas suas considerações sempre oportunas.

Ao Ipea, por ter facilitado a execução deste trabalho, em especial a Francisco Pereira e a José Oswaldo.

A Renato Fragelli, orientador da dissertação, cujo estímulo, apoio e confiança sempre depositada, desde o início do Curso de Mestrado, transcendem este estudo. Mais do que orientador, contribuiu para a minha formação acadêmica e profissional como economista.

Em particular, sou intensamente grato a Armando Castelar, Fábio Giambiagi e Renato Fragelli que, como integrantes da banca examinadora, enriqueceram a minha compreensão sobre o tema, por meio de seus comentários e sugestões inestimáveis, contribuindo para melhorar a qualidade final do trabalho.

Agradeço aos meus pais, pelo encorajamento e apoio incondicional que nunca me faltaram, e, em especial, à minha esposa e filhos, pelo amor, incentivo, carinho e paciência que sempre me dedicaram em todos os momentos.

Registro, ainda, meus agradecimentos a Roberto Wilhelm, por todo tipo de suporte prestado ao longo desses anos.

Finalmente, agradeço a todos que, de uma forma ou de outra, concorreram para a elaboração desta dissertação. Como de praxe, todos os erros e omissões são de inteira responsabilidade do autor.

## SUMÁRIO

RESUMO  
ABSTRACT  
AGRADECIMENTOS

INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO I - PRIVATIZAÇÃO E FINANÇAS PÚBLICAS: ASPECTOS CONCEITUAIS	5
I.1 Aspectos Gerais da Privatização	6
I.2 O Preço de Venda e a Taxa de Desconto	12
I.3 Restrições de Curto Prazo e Efeitos Fiscais: As Experiências Argentina e Chilena	16
I.4 Restrição Orçamentária do Governo e Privatização	20
CAPÍTULO II - PRIVATIZAÇÃO E ASPECTOS FISCAIS NO BRASIL	23
II.1 Breve Retrospecto da Privatização Brasileira	24
II.2 Ajustes Prévios à Privatização	30
II.3 Déficit Público, Privatização e Ajuste Patrimonial	37
II.4 Modelo para Determinação da DLSP e NFSP	43
II.5 Impactos da Privatização sobre o Déficit (NFSP “Acima da Linha”)	45
II.6 Algumas Evidências Empíricas	57
CAPÍTULO III - PRIVATIZAÇÃO E DÍVIDA PÚBLICA	67
III.1 Antecedentes	69
III.2 Dívida Mobiliária Federal e Títulos do Tesouro – Conceitos e Características	71
III.3 Administração da Dívida Mobiliária Federal de Emissão do Tesouro (1995-1999)	75
III.4 Alguns Procedimentos Operacionais Pós-Privatização	82
III.5 A Destinação dos Recursos da Privatização	85
III.6 A Questão das Moedas de Privatização – MOP	86
III.7 Impactos da Privatização sobre a DMF-TN	89
III.8 Impactos da Privatização sobre a DLSP	105

<b>CAPÍTULO IV - CONCLUSÃO</b>	<b>116</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>123</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>151</b>

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1	Necessidades de Financiamento do Setor Público – NFSP (1994-1999)	58
Tabela 2	Investimentos das Empresas Estatais Federais (1992-1998)	60
Tabela 3	Setor Produtivo Estatal (SPE) Lucro Líquido / Patrimônio Líquido (1990-1998)	61
Tabela 4	Principais Grupos do Setor Produtivo Estatal (SPE) Dividendos da União / Patrimônio Líquido da União (1990-1998)	63
Tabela 5	Dispêndios e Recursos das Empresas Estatais Federais (1990-1999) Consolidado das Empresas	66
Tabela 6	Privatização e Economia com Juros sobre a DMF-TN Receitas de Privatização Utilizadas para Resgate da DMF-TN (1995-1999)	98
Tabela 7	Privatização e Economia com Juros sobre a DMF-TN Receitas de Privatização Utilizadas para Resgate da DMF-TN (1995-1999) Atualizado para Dezembro/99 (IGP-DI Centrado)	99
Tabela 8	Dívida Líquida do Setor Público – DLSP (1994-1999)	106
Tabela 9	Estimativas dos Impactos da Privatização sobre a DLSP DLSP Desagregada com e sem Privatização (1995-1999)	115

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Ajustes Financeiros Prévios à Privatização (1995-1997)	35
Quadro 2	Algumas Destinações de Recursos da Privatização (1995-1999)	86
Quadro 3	Dívida Líquida do Setor Público Taxas <i>Proxy</i> para Fins de Atualização dos Saldos da DLSP	107

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Evolução da Dívida Pública (1995-1999) R\$ Bilhões de Dezembro/99 (IGP-DI Centrado)	90
Gráfico 2	Evolução dos Estoques de Títulos Competitivos (1995-1999) R\$ Bilhões de Dezembro/99 (IGP-DI Centrado)	91
Gráfico 3	Leilões LTN Custo do TN x Taxa Selic (Taxa Efetiva Média) Critério – Maiores Volumes	92
Gráfico 4	Leilões LFT Custo do TN x Taxa Selic (Taxa Efetiva Média)	93
Gráfico 5	Leilões NTN-D Custo do TN x Taxa Selic (Taxa Efetiva Média)	93
Gráfico 6	Leilões NTN-S Custo do TN x Taxa Selic (Taxa Efetiva Média)	94
Gráfico 7	Evolução do Estoque da DMF-TN com e sem Privatização (1995-1999) R\$ Bilhões de Dezembro/99 (IGP-DI Centrado)	102
Gráfico 8	Evolução do Estoque de NTN-P (1995-1999) R\$ Bilhões de Dezembro/99 (IGP-DI Centrado)	102
Gráfico 9	Evolução do Estoque de Títulos Competitivos da DMF-TN com e sem Privatização (1995-1999) R\$ Bilhões de Dezembro/99 (IGP-DI Centrado)	104

## ANEXOS

Anexo I	Relatório Consolidado do PND (1991-1995)	123
Anexo II	Entidades Extintas e em Extinção	124
Anexo III	Fatores Condicionantes da Base Monetária (1995-1999) Fluxos Acumulados no Mês	125
Anexo IV	Dividendos Pagos à União – Regime de Competência (1994-1998) (Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro/99)	126
Anexo V	Dividendos Pagos à União – Regime de Caixa (1995-1999) (Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro/99)	127
Anexo VI	Patrimônio Líquido das Estatais Federais (1990-1998) (Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro/99)	128
Anexo VII	Patrimônio Líquido da União nas Estatais Federais (1994-1998) (Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro/99)	129
Anexo VIII	Dívidas Transferidas das Privatizações Federais (1995-1999) PND e Telecomunicações	130
Anexo IX	Dívidas Transferidas das Privatizações Estaduais (1996-1999)	131
Anexo X	Pagamentos de Dívida Externa com Recursos Provenientes do PND	132
Anexo XI	Alienações Realizadas e Destinações dos Recursos do PND em 1995	133
Anexo XII	Ingressos Relativos a Outros Exercícios - 1995 Destinações dos Recursos do PND	134
Anexo XIII	Alienações Realizadas e Destinações dos Recursos do PND em 1996	135
Anexo XIV	Ingressos Relativos a Outros Exercícios - 1996 Destinações dos Recursos do PND	136
Anexo XV	Alienações Realizadas e Destinações dos Recursos do PND em 1997	137
Anexo XVI	Ingressos Relativos a Outros Exercícios - 1997 Destinações dos Recursos do PND	138
Anexo XVII	Alienações Realizadas e Destinações dos Recursos do PND em 1998	139



Anexo XVIII	Ingressos Relativos a Outros Exercícios - 1998 Destinações dos Recursos do PND	140
Anexo XIX	Alienações Realizadas e Destinações dos Recursos do PND em 1999	141
Anexo XX	Ingressos Relativos a Outros Exercícios - 1999 Destinações dos Recursos do PND	142
Anexo XXI	Ajuste Privatização (1996-1999)	143
Anexo XXII	Ajuste Patrimonial (1996-1999)	145
Anexo XXIII	Estrutura da Dívida Líquida do Setor Público – DLSP	148
Anexo XXIV	Resultado Consolidado de Vendas do PND (1991-1999) (Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro/99)	149

## INTRODUÇÃO

Esta dissertação tem três objetivos. O primeiro e principal é analisar os efeitos do programa de desestatização brasileiro (Programa Nacional de Desestatização – PND, Telecomunicações e Programas Estaduais de Desestatização – PED) sobre a acumulação da dívida pública, no período 1995-1999. Procurar-se-á verificar se os recursos obtidos com a alienação de ativos estatais e concessões de serviços públicos para abatimento de dívidas de curto prazo têm efeito significativo sobre a redução – ou contenção do crescimento – da dívida pública e alteração do seu perfil. Segundo e subsidiariamente, examinam-se algumas evidências relacionadas aos efeitos do programa sobre certas variáveis que afetam as estatais e as contas públicas na presença de privatização, tendo em vista suas implicações fiscais sobre a dívida. Terceiro, esta dissertação procura apresentar, de forma consolidada e sistemática, um conjunto de dados relativos às estatais, ao programa de desestatização e à dívida pública, considerados de interesse geral.

Justifica-se este trabalho pela sua possível contribuição ao acompanhamento e avaliação da política de desestatização. Tal política tem motivações e desdobramentos não apenas fiscais, mas também concernentes a questões de eficiência econômica. Entretanto, esta dissertação se concentra nos efeitos fiscais do programa brasileiro de privatização<sup>1</sup> para o setor público do país, procurando lançar luz sobre seus impactos na contenção da dívida e déficit públicos, em período recente.

A crise financeira internacional que se alastrou pelo mundo do final da década de 70 até 1984, contribuiu para a deterioração das contas públicas da maioria dos países em desenvolvimento e para o conseqüente crescimento de suas dívidas públicas. Na América Latina, os desequilíbrios fiscais estiveram intimamente relacionados à crise da dívida externa e à interrupção dos fluxos de recursos externos (1982). No Brasil, a crise da dívida externa contribuiu para o agravamento da situação econômico-financeira das empresas estatais, posto

---

<sup>1</sup> O conceito de privatização adotado no trabalho é aquele vinculado à alteração na propriedade do capital, por meio da transferência total ou parcial de ativos estatais para o setor privado, e da outorga de concessão à iniciativa privada para a prestação de serviços públicos.

que tais empresas foram utilizadas como instrumentos de política antiinflacionária, bem como de captação de recursos externos, o que elevou sobremaneira os níveis de endividamento dessas empresas e comprometeu sua capacidade de autofinanciamento. Isso reduziu a possibilidade de o Estado investir em setores-chaves da economia. Além disso, o referido comprometimento resultou em crescentes necessidades de transferências de recursos do Tesouro Nacional. Principalmente a partir da segunda metade dos anos 80, a privatização passou a ser vislumbrada como um dos possíveis instrumentos para a solução dessas questões e do problema fiscal brasileiro.

Além disso, a privatização tem sido uma tendência mundial desde a década de 80, fruto da repercussão das reformas liberalizantes (desregulamentação e privatização) iniciadas na Inglaterra, em 1979. A partir de então, grandes programas de desestatização foram lançados na França, Espanha, América Latina, Leste Europeu e em outros países, com forte influência no Brasil, principalmente a partir dos anos 90. Formou-se, enfim, um consenso de que se esgotara o modelo de produção direta do Estado em setores estratégicos, industriais, de infra-estrutura e alguns serviços públicos. Desta forma, vários países passaram a articular programas de privatização com a política econômica, em geral.

Iniciado nos anos 80, de forma incipiente, o programa de privatização brasileiro ganhou impulso com o lançamento do PND, no início da década de 90, constituindo-se, a partir de então, num importante instrumento de política econômica e de reformulação estrutural do papel do Estado brasileiro. Este último passaria a ter uma função mais reguladora e menos produtora.

Nos anos 90, o programa de privatização de empresas estatais no Brasil registrou avanços significativos, tanto na esfera federal, quanto na estadual. Emendas constitucionais extingiram monopólios, a Lei das Concessões foi aprovada, marcos regulatórios foram estabelecidos e um importante influxo de investimentos estrangeiros se verificou em decorrência do programa. A participação de investidores estrangeiros aumentou sensivelmente nos últimos anos, fator essencial para o incremento do volume de recursos arrecadados. Atualmente, o programa está em fase de privatização de grandes empresas de infra-estrutura e

serviços. Encontram-se totalmente privatizados os seguintes setores: Siderurgia, Petroquímica, Fertilizantes e Mineração (Indústria); Ferrovias e Telecomunicações (Infra-estrutura). Estão em andamento as privatizações do Setor Elétrico, Portos, Rodovias, Gás, Saneamento e Bancos.

No período 1991-1996, o programa sinalizou o compromisso do país com as chamadas reformas estruturais. Entretanto, seus principais impactos macroeconômicos só ocorreram a partir de 1997, quando aumentou substancialmente o volume de recursos arrecadados com as privatizações, quase tudo em moeda corrente (CVRD, Telebrás e outras). Somente nesse ano, a receita total de privatizações, incluindo dívidas transferidas, foi maior do que todos os recursos auferidos no período 1991-1996. Em 1998, os resultados foram ainda melhores, em razão da privatização do Sistema Telebrás. Além disso, cresceu o volume de receitas utilizadas para abater dívida pública. O montante expressivo desses recursos tem proporcionado uma redução no ritmo de crescimento da dívida, como se pretende mostrar. As privatizações estaduais, por sua vez, além das receitas direcionadas para o resgate de dívida pública, têm contribuído para o ajuste das finanças dos estados, principalmente após o acordo de renegociação das dívidas com a União (Lei nº 9.496/97). O programa permitiu ainda ao governo ganhar tempo enquanto tentava solucionar dois desequilíbrios macroeconômicos que se agravaram no período pós-Real: o problema fiscal e o do déficit externo.

As contas públicas apresentam, atualmente, uma tendência favorável a um equilíbrio fiscal duradouro, o que se reflete positivamente nas expectativas dos agentes privados. Além das privatizações nos três níveis de governo, ressalta-se, também, o esforço de ajuste dos governos estaduais em curso. A renegociação das dívidas estaduais com a União envolveu uma série de condições fiscais para os estados, como o ajuste de suas contas e a intensificação das privatizações estaduais. Esta última constituiu peça-chave nas renegociações. O volume expressivo de recursos obtidos por conta das privatizações estaduais tem concorrido para a melhoria das finanças públicas dos estados e do setor público consolidado.

Por outro lado, constata-se que a União tem pago uma taxa de juros bem superior ao retorno de seus investimentos estatais, o que torna bastante atraente ao Tesouro Nacional a

alternativa de uso das receitas de privatização no resgate de sua dívida junto ao mercado. A análise do comportamento do endividamento público, considerando os recursos efetivamente utilizados para abater dívida, indicará a magnitude do impacto das privatizações sobre o estoque da dívida pública mobiliária de emissão do Tesouro Nacional e a economia de juros correspondente. Incluindo-se as três esferas de governo e as dívidas transferidas para o setor privado, ter-se-á a magnitude do impacto das privatizações sobre a dívida líquida e as necessidades de financiamento do setor público, no período 1995-1999.

Esta dissertação se estrutura, em termos gerais, como se segue: depois desta Introdução, o Capítulo I examina alguns aspectos conceituais básicos, que fundamentam a utilização de programas de privatização em diversos países, enfocando certas relações que envolvem privatização, questões fiscais e finanças públicas; o Capítulo II analisa aspectos fiscais relacionados às privatizações no Brasil, apresentando alguns reflexos da privatização sobre o déficit público, concluindo com a apreciação de resultados empíricos relativos ao comportamento das empresas estatais, em anos recentes, como consequência do programa de privatização; o Capítulo III aborda a questão dos impactos e contribuições da privatização para a redução e melhoria do perfil da dívida pública no país. Com relação à redução da dívida, as análises concentram-se no período 1995-1999. Adicionalmente, calcula-se a redução das necessidades de financiamento do setor público, nesse período, possibilitada pela privatização; e o Capítulo IV conclui o trabalho.

## CAPÍTULO I

### PRIVATIZAÇÃO E FINANÇAS PÚBLICAS: ASPECTOS CONCEITUAIS

Tendência mundial desde os anos 80, a privatização tem motivações e implicações concernentes a questões fiscais e de eficiência econômica, sendo que estas últimas devem ser enfocadas como prioritárias pelos formuladores das políticas de privatização. Seus efeitos podem contribuir para o desenvolvimento econômico e para o equacionamento das finanças públicas do país, objetivando uma situação de equilíbrio fiscal duradouro, o que exigirá também o aprofundamento das chamadas reformas estruturais atualmente em curso (tributária, previdenciária, etc.).

Por sua vez, o governo tem implementado uma série de medidas para a consolidação de um ajuste fiscal duradouro. Entretanto, tais medidas levam um certo tempo para surtirem os efeitos desejados, donde se infere a importância da privatização. Esta pode servir como uma espécie de ponte, possibilitando um certo equilíbrio das contas públicas, até que as reformas estruturais tenham eficácia. Como as privatizações geram receitas transitórias, é indispensável que as medidas estruturais sejam implementadas e que o seu *timing* seja coordenado com o da privatização. Destaca-se que, apesar da potencial contribuição da privatização no curto prazo, seus reais efeitos serão percebidos a médio e longo prazos.

Este capítulo tem por objetivo discutir alguns aspectos conceituais e teóricos básicos, concernentes às relações entre privatização e finanças públicas, concentrando-se nas questões fiscais, procurando, também, verificar como a privatização pode contribuir para o equilíbrio das contas públicas dos diversos países. Na Seção I.1, realiza-se um *survey* acerca da literatura teórica sobre as relações entre privatização, eficiência econômica, implicações fiscais e finanças públicas. Na Seção I.2, a revisão bibliográfica continua, enfocando a relação entre a taxa de desconto e o preço de venda da empresa a ser privatizada. Por sua vez, a Seção I.3 analisa as restrições de curto prazo associadas à privatização, apresentando as experiências argentina e chilena e seus efeitos fiscais. Finalmente, a Seção I.4 analisa a relação entre restrição orçamentária do governo e privatização, concluindo a abordagem teórica geral.

## I.1 Aspectos Gerais da Privatização

Os principais argumentos em defesa dos programas de privatização, nos diversos países, baseiam-se na melhoria da eficiência econômica e no ajuste das contas públicas. No primeiro aspecto, destaca-se que a privatização é apenas um dos fatores – não é o único – que contribuem para a melhoria da eficiência econômica, ao lado de políticas de promoção da concorrência e de regulação de certos mercados. De fato, são as relações entre propriedade privada, competição e regulação que podem gerar eficiência. Por exemplo, a substituição de monopólios públicos por privados pode gerar perdas de eficiência econômica e alocativa, se não houver competição e regulação adequadas nos mercados onde as ex-estatais atuarão. Nessa hipótese, a situação orçamentária intertemporal do governo pode ser comprometida, embora haja um ganho fiscal imediato, em decorrência da maior receita de venda auferida com a privatização. Conforme aponta Werneck (1989: 287):

“É pouco generalizada a compreensão de que é a interação entre propriedade privada e concorrência que pode levar à eficiência (...) existe pouca preocupação com o fato de que a transformação de um monopólio público em um monopólio privado pode não levar a nenhum ganho em termos de eficiência econômica, podendo até mesmo levar a uma perda. Na verdade, o máximo que se pode dizer é que privatização tende a induzir eficiência produtiva. Mas eficiência alocativa será algo bem mais difícil de se obter, se não houver concorrência nos mercados onde a empresa vende seus produtos, se o risco de *take over* for irrelevante ou se o risco de quebra for desprezível.”

E acrescenta Mansoor (1987: 1):

“À exceção da realização de ganhos significativos de eficiência, a privatização pode de fato piorar a situação orçamentária no médio prazo, a despeito de alguma melhora de curto prazo como resultado das receitas auferidas. Na prática, isso significa que os formuladores de política deveriam ser cautelosos em relação à privatização, a menos que ela conduza ou venha acompanhada de maior confiança nas forças de mercado e aumento da competição.”

Quanto ao aspecto fiscal, dadas as magnitudes dos ajustes geralmente necessários para equilibrar as finanças públicas, pode-se dizer que a privatização, isoladamente, pode aliviar dificuldades financeiras de curto prazo, sobretudo em países em desenvolvimento, embora não resolva problemas fiscais e estruturais, e muito menos altere a postura fiscal do governo. Como ocorre no aspecto da eficiência econômica, a privatização pode proporcionar melhorias reais de médio e longo prazo do ponto de vista fiscal, desde que acompanhada de ganhos de eficiência econômica, que devem ser proporcionados por medidas adequadas de estímulo à competição e regulação.

A literatura econômica tem enfatizado, como principal objetivo da privatização, o aumento da eficiência econômica. Conforme Kikeri *et alii* (1992: 6): “Os benefícios econômicos da privatização são maximizados quando os governos fazem da melhoria da eficiência o objetivo número um”. A experiência mundial tem mostrado, entretanto, que a motivação fiscal tem prevalecido, face ao potencial arrecadável, por um lado, e às necessidades de caixa de curto prazo de alguns governos, por outro. Pinheiro (1996: 5), a esse respeito, afirma: “(...) a experiência tem mostrado que a motivação fiscal tem prevalecido na prática, com a privatização sendo usualmente adotada por governos com dificuldade de fechar suas contas<sup>2</sup>”.

De fato, os programas de privatização lançados nos diversos países podem ter importantes conseqüências macroeconômicas e financeiras, e podem contribuir para o esforço de ajuste fiscal tanto no curto como no longo prazos.

Com relação ao curto prazo, argumenta-se que quanto mais incompressível for o déficit fiscal (resistência crônica à redução de despesas e/ou aumento de impostos), mais atraente será o uso da privatização para financiar este déficit. Contudo, a experiência empírica de diversos países tem mostrado que tendem a ocorrer maiores impactos fiscais, no curto prazo, quando os recursos da privatização são utilizados para abater dívida pública. O objetivo é melhorar a

---

<sup>2</sup> Em vários países, três motivos têm sido apontados por autoridades e estudiosos para justificar o papel fiscal da privatização: a) o financiamento não inflacionário do déficit público, sem emissão de novas dívidas, o que contribuiria para conter a taxa de crescimento da dívida pública; b) a redução das transferências correntes e de capital do Tesouro Nacional para as empresas estatais; e c) a transferência para o setor privado do pesado ônus de investir-se em infra-estrutura e capital social básico (transportes, energia, telecomunicações, etc.).



situação fiscal de curto prazo, enquanto o governo promove reformas estruturais que levarão ao equilíbrio duradouro entre receitas e despesas. Ressalta-se, entretanto, que os reais efeitos da privatização serão percebidos no médio e longo prazos.

A privatização pode contribuir para a melhoria na posição fiscal do governo, no longo prazo, quando houver ganhos fiscais permanentes, resultantes da redução do serviço da dívida pública e do seu estoque, da redução da necessidade de investir pelo Estado e do aumento da arrecadação tributária, em razão da expectativa de maior eficiência, produção e lucratividade das empresas sob gestão privada. Esses fatores devem compensar a perda potencial de dividendos após a privatização<sup>3</sup>. Os efeitos sobre a redução da dívida pública vão depender da destinação dos recursos da privatização, do abatimento das dívidas mais custosas, da forma como são estruturadas as empresas estatais no país e da venda de empresas tradicionalmente deficitárias.

Em relação aos investimentos, a privatização permite que o governo transfira para a iniciativa privada a responsabilidade pela realização de pesados investimentos que não teria condições de realizar, o que por si só não garante que serão implementados. Nesse sentido, Werneck (1989: 304) faz uma ressalva:

“(...) a simples transferência de responsabilidades de investimento do setor público, através da privatização, não constitui uma saída fácil para a superação dos problemas de financiamento da expansão dos segmentos mais importantes do setor produtivo estatal nem para a retomada dos investimentos da economia como um todo. (...) qualquer aumento significativo da taxa de investimento da economia só poderá ser sustentado através de uma elevação correspondente do esforço de poupança interna.”

Portanto, seria necessária a implementação de medidas que possibilitassem a retomada de investimentos privados em setores onde o Estado não mais dispusesse de condições

---

<sup>3</sup> Verifica-se que, no Brasil, a perda de dividendos não é expressiva, dada a forma como foram estruturadas as estatais brasileiras e o baixo retorno do Estado sobre o capital investido em suas empresas estatais, sob a forma de dividendos.

financeiras para investir, além de medidas de ajuste das finanças públicas que possibilitassem o aumento da poupança interna.

Por outro lado, ganhos de eficiência podem ser gerados quando há aumentos de investimentos na ex-estatal, comparados aos que seriam realizados caso a empresa permanecesse nas mãos do Estado. Como já frisado, medidas de estímulo à competição e regulação dos mercados são necessárias para, junto com as privatizações, gerarem ganhos de eficiência. Com políticas adequadas, esses ganhos de eficiência podem se somar, no longo prazo, aos ganhos fiscais permanentes. Os objetivos da privatização de melhoria das finanças públicas e de aumento da eficiência econômica não são divergentes no longo prazo; na verdade, estes tendem a convergir.

Ainda em relação aos aspectos fiscais, privatizações realizadas sob um ambiente político-institucional favorável podem ter seus impactos fiscais incrementados. Épocas de recessão e alta instabilidade macroeconômica tendem a elevar o custo das privatizações, refletindo-se em menores preços de venda das estatais, uma vez que o setor privado tende a exigir uma taxa de desconto mais elevada – *i.e.*, maiores prêmios de risco – do setor público. Um ambiente mais favorável pode propiciar maiores preços de venda (menores taxas de desconto), e, portanto, maiores volumes de recursos para o Tesouro Nacional. Isso também é consequência do maior grau de confiança dos agentes privados na economia.

O caso chileno é um exemplo dos impactos positivos que um ambiente institucional e político favorável pode propiciar. É o que mostra Hachette (1992: 23-24): “A privatização chilena ensina, com clareza, que um ambiente institucional e político favorável, que cria confiança na economia, pode ir muito longe em estimular preços elevados para as empresas estatais”. Salienta-se, portanto, a necessidade de o governo aproveitar aquelas condições político-institucionais favoráveis, sob pena de sofrer uma perda patrimonial intertemporal. Por outro lado, o governo pode influir no ambiente institucional, inserindo as privatizações num amplo programa de reformas estruturais do Estado.

Medidas que estimulem um maior crescimento econômico possibilitam a redução da relação dívida/PIB e concorrem igualmente para o aumento do impacto fiscal da privatização. Conforme aponta Mackenzie (1997: 16):

“A privatização também afeta o produto potencial. Se as empresas são muito mais produtivas nas mãos do setor público do que do setor privado, a privatização aumenta o produto potencial, embora este aumento não irá, provavelmente, materializar-se no momento da transferência da propriedade.”

A privatização também pode contribuir para o financiamento de boa qualidade do déficit em transações correntes – efeito secundário da privatização –, derivado de um maior volume de investimentos diretos externos. Dependendo do perfil desse influxo de capital (*e.g.*, investimento direto, com valor presente positivo, em modernização e ampliação da capacidade produtiva, em setores com bom potencial de exportação), a privatização pode contribuir decisivamente para o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos. Além disso, a entrada de investimentos diretos permite reduzir a necessidade de captação de poupança externa, sob a forma de empréstimos, para o financiamento do déficit em conta corrente.

Quanto aos recursos arrecadados com a alienação de ativos públicos, estes não devem ser vistos como uma fonte de receita corrente, do mesmo modo que impostos, taxas ou contribuições. Primeiro, porque a privatização não muda a postura fiscal do governo. Esta é melhor refletida na tendência de um superávit primário, que não inclui receitas de venda de ativos. Segundo, tais recursos são, na verdade, receitas de capital. Terceiro, tratar os recursos arrecadados com a venda de empresas estatais como uma receita corrente tende a alterar negativamente a restrição orçamentária intertemporal do governo. Nesse sentido, a alienação de ativos deve ser tratada como uma operação de financiamento, analogamente à emissão de um título. Em relação a este aspecto, destaca Mackenzie (1997: 3):

“A privatização deve ser vista como uma transação de financiamento, equivalente à emissão de títulos públicos, não como um item na determinação do déficit público que altera a postura da política fiscal e, portanto, contribui para o esforço de estabilização.”

E complementa Mansoor (1987: 4):

“A política de privatização deveria ser tratada tal como a colocação de dívida pública: a contrapartida do pagamento em moeda nacional recebido hoje é uma receita líquida menor para financiar os gastos amanhã, depois de descontados a perda de rendimentos, no caso da privatização, ou o serviço da dívida, no caso dos títulos públicos.”

Portanto, a privatização afeta os fluxos futuros de receita e despesa, o que se reflete na restrição orçamentária intertemporal do governo. Impactos fiscais positivos no presente podem acarretar um aperto na restrição orçamentária em anos subseqüentes, enquanto potenciais impactos fiscais negativos podem provocar um efeito inverso. Com relação a essa última hipótese, quando da alienação de uma empresa deficitária, os gastos são eliminados, mas o Tesouro Nacional poderá assumir dívidas. No entanto, o montante de dívida assumida poderá ser inferior ao que seria gerado pela empresa se esta permanecesse estatal<sup>4</sup>. Assim, podem ocorrer impactos positivos sobre a restrição orçamentária intertemporal do governo, mesmo nesse caso. Por esse motivo, os efeitos da privatização sobre a restrição orçamentária do governo devem ser avaliados intertemporalmente. Por outro lado, o impacto fiscal permanente, gerado pela privatização, será determinado por mudanças nessa restrição orçamentária. Se houver ganhos fiscais duradouros com a privatização, junto com ganhos reais de eficiência, o impacto fiscal permanente será positivo.

Teoricamente, a alienação de ativos não alteraria o patrimônio líquido intertemporal do setor público. Argumenta-se, nesse caso, que o governo estaria substituindo um ativo permanente por um ativo líquido de igual valor. A contrapartida para uma maior liquidez do governo, no presente, seria a eliminação das transferências de dividendos futuros para o Tesouro Nacional, no caso de uma firma lucrativa. Se a empresa não transferisse dividendos,

---

<sup>4</sup> Um exemplo é o do Setor Siderúrgico brasileiro, no qual foi tentado um plano de saneamento financeiro das estatais que o integravam, entre o final da década de 80 e início da década de 90. Antes mesmo de concluído o plano, várias empresas encontravam-se em situação deficitária. Houve um elevado aporte de recursos do governo que, ao final, não surtiu o efeito desejado. As estatais do setor foram privatizadas, sendo a Siderbrás utilizada no saneamento financeiro da maioria de suas empresas controladas. Esta *holding* setorial finalmente foi liquidada em 1997, e o Tesouro Nacional assumiu todos os seus direitos e obrigações. A privatização da siderurgia estatal brasileira e a liquidação da Siderbrás impediram a geração de gastos adicionais, que teriam reflexos negativos sobre a dívida pública.

reinvestindo-os, a contrapartida seria a valorização patrimonial nos períodos subsequentes. Entretanto, a evidência empírica tem mostrado que isso ocorre apenas sob condições particulares. Algumas condições são: que o setor público aliene seu ativo pelo valor econômico, ou seja, o fluxo de rendas futuras que a empresa geraria caso permanecesse nas mãos do governo; que as taxas de desconto dos setores público e privado sejam equivalentes; que não haja diferença de tratamento tributário entre empresas públicas e privadas; e que não haja mudança na rentabilidade financeira da empresa após a privatização, entre outras.

Logo, na prática, a alienação de ativos tende a alterar o patrimônio líquido intertemporal do setor público, positiva ou negativamente. Um dos fatores determinantes para avaliar se ocorrerão alterações no patrimônio líquido do governo é o preço de venda. Vendas de ativos podem impor perdas ao governo, já que este pode não ser capaz de conseguir um preço igual ao valor econômico da empresa. Isto pode ocorrer, ou porque o governo tende a ser menos avesso ao risco que os agentes privados, ou porque tem uma menor taxa de desconto. Se uma empresa for vendida por um valor diferente do seu valor econômico, sempre haverá ganho ou perda patrimonial para o Estado no momento da venda.

## **I.2 O Preço de Venda e a Taxa de Desconto**

O processo de definição do preço de venda inicia-se pela fixação do preço mínimo das ações<sup>5</sup> e é fundamentado nas avaliações econômicas do empreendimento<sup>6</sup>. A empresa é valorizada pelo potencial de geração de resultados do seu ativo operacional, refletido em fluxos de caixa projetados para o empreendimento, os quais tomam por base cenários econômicos que apoiam as projeções de seus custos e receitas.

---

<sup>5</sup> No Brasil, o valor mínimo de alienação corresponde ao valor da participação do governo no preço mínimo da empresa.

<sup>6</sup> Ainda em relação ao caso brasileiro, as avaliações econômicas são realizadas por duas empresas de consultoria especializadas, contratadas por meio de licitação pública. Entretanto, apesar das duas avaliações que subsidiam o governo na definição do preço mínimo de venda (o valor econômico da empresa para o setor público), a empresa é vendida pelo valor econômico para o setor privado, desde que maior ou igual ao preço mínimo.

O fluxo de caixa projetado para a empresa é descontado a uma determinada taxa para a obtenção de seu valor presente, cujo resultado é o “valor econômico” do empreendimento, após a dedução de seus passivos e a adição do valor de mercado de seus ativos não-operacionais. Destaca-se que o fluxo de caixa considerado para efeito de cálculo do valor econômico da empresa é aquele que seria verificado caso a estatal permanecesse nas mãos do governo, sem levar em conta maiores investimentos ou reformulações, como a aquisição de uma nova tecnologia. A taxa de desconto do fluxo é tanto maior quanto maior o risco do negócio, e é geralmente obtida a partir de experiências nacionais e internacionais.

O valor econômico do empreendimento obtido por esta metodologia não costuma guardar relação com o valor do patrimônio líquido escriturado nas demonstrações financeiras da empresa objeto de avaliação. Desta forma, duas empresas que possuam o mesmo valor contábil de patrimônio líquido em um determinado instante, mas que possuam perspectivas diversas quanto a resultados futuros, terão, em geral, valores econômicos diversos. Este critério é utilizado internacionalmente para o cálculo do valor econômico dos ativos de uma empresa.

O valor determinado pelo desconto do fluxo de caixa é ainda ajustado, face à situação do ativo/passivo da empresa. Dessa maneira, fatores como a possibilidade de realização de ativos não-operacionais são adicionados ao valor de avaliação. Por outro lado, passivos trabalhistas, por exemplo, diminuem tal valor. As exigibilidades existentes e os valores resultantes são ainda comparados às seguintes estimativas:

- a) o valor de reposição de nova unidade de produção;
- b) o valor de reposição da depreciação, em função das condições atuais existentes;
- c) valores baseados em indicadores econômico-financeiros de outras empresas semelhantes, do mesmo setor econômico;
- d) valores de mercado obtidos de relações entre preços e lucros, no caso de negociações em bolsas de valores, de empresas semelhantes que atuam no mesmo setor econômico; e
- e) valores verificados em transações efetuadas de empreendimentos do mesmo setor no país ou no exterior.

A determinação do preço mínimo é de vital importância, uma vez que, se este for fixado abaixo do preço que o mercado se propõe a pagar e essa distorção não for corrigida no leilão, sob a forma de ágio sobre o referido preço, haverá perda patrimonial para o Estado. Se a empresa for alienada por um valor inferior ao fluxo descontado de seus rendimentos futuros esperados (o seu valor econômico) o governo transfere riqueza para o setor privado e desloca, desfavoravelmente, sua restrição orçamentária intertemporal. Isso pode ocorrer, por exemplo, se houver ausência de competição no leilão, com um pequeno número de agentes econômicos interessados atuando de forma organizada. Portanto, algumas considerações adicionais devem ser feitas em relação à taxa de desconto e preço de venda, e que terão implicações fiscais.

As taxas de desconto para cada agente privado dependem de suas expectativas quanto ao estado da economia no futuro. Se houver risco de regulamentação excessiva dos mercados e preços domésticos, então o setor privado tenderá a exigir uma taxa de desconto superior à do setor público. Nessa hipótese, mesmo que a empresa seja vendida pelo valor máximo que o setor privado estaria disposto a pagar, esse valor seria inferior ao fluxo descontado de seus rendimentos, tal como percebido pelo governo. Haveria uma transferência de riqueza do setor público para o setor privado, pela maior taxa de desconto deste.

O preço de venda pode ser majorado se o setor privado concluir que a empresa pode apresentar maior rentabilidade sob gestão privada, por meio de novos investimentos, reformulações ou crescimento do mercado onde ela atua. Em outras palavras, se a rentabilidade potencial para o setor privado for maior do que sob controle público, os possíveis compradores estariam dispostos a pagar um preço maior do que aquele fixado nas avaliações do governo. Isso também supõe uma maior capacidade gerencial do setor privado comparada à do setor público, na ótica dos agentes compradores. Nessas condições, o governo poderá obter um ganho patrimonial com a alienação. Portanto, o diferencial esperado de rentabilidades da empresa sob gestões pública e privada afeta o preço de venda.

Em termos macroeconômicos, se os ativos se tornarem mais produtivos sob gestão privada, isso poderá acarretar um aumento do produto potencial no longo prazo. Logo, ganhos

patrimoniais e impactos positivos sobre a situação orçamentária do governo poderiam advir, no longo prazo, do crescimento econômico favorecido pela privatização.

Se a empresa opera em setores muito concentrados e com pouca regulação, o setor privado tenderá a pagar um valor maior pela estatal, do que se esta atuasse em setores competitivos, ou seja, a estrutura de mercado pode influenciar o preço de venda. Isso porque o valor esperado dos lucros tenderá a ser maior no primeiro caso. Entretanto, passar para a iniciativa privada empresas de setores muito concentrados, sem medidas complementares adequadas, pode ocasionar problemas de eficiência alocativa, redução da arrecadação tributária, de investimentos, etc.

A evidência empírica mostra que o grau de concentração do mercado onde a firma atua tem um papel importante, independentemente da propriedade ser pública ou privada. Tudo depende do objetivo do governo ao privatizar. Se o principal objetivo for maximizar receitas, o governo provavelmente não estará muito preocupado em promover políticas de incentivo à competição e montar uma estrutura regulatória e fiscalizatória adequada, o que pode acarretar perdas para o setor público e para toda a sociedade. Governos cujo objetivo principal seja a maximização de receitas tendem, ao privatizar, a não promover políticas de competição e a se preocupar menos com a estrutura regulatória [Kay e Thompson (1986)].

O grau de aversão ao risco dos agentes público e privado envolvidos também pode afetar o preço de venda. Arrow e Lind (1970) afirmam que, em mercados de capital privados, investidores não escolhem investimentos para maximizarem o valor presente do fluxo de retornos esperados, mas para maximizarem o valor presente dos retornos ajustados pelo risco. Esses autores argumentam que o grau de aversão ao risco do governo é completamente diferente dos agentes privados. Àquele seria permitido distribuir o risco de um investimento público entre um grande número de indivíduos, podendo ignorar incertezas, o que não ocorre com o setor privado. Segundo os autores, o grau de incerteza associado aos investimentos públicos seria baixo. Tais considerações podem corroborar argumentos teóricos de estudiosos que sustentam ser o setor público menos avesso ao risco do que o setor privado, embora não haja consenso a esse respeito. Seguindo essa linha de argumentação, na venda de empresas



para o setor privado, o governo tenderia a alienar seus ativos com alguma perda patrimonial. Essa hipótese pressupõe que o setor privado exigiria uma compensação, dado o maior prêmio de risco que este teria que pagar em suas avaliações. Apesar das controvérsias em torno desses pontos, esses são aspectos a serem observados na definição do preço de venda.

Entretanto, o que vai definir se o setor público vai auferir ganhos ou perdas patrimoniais, no que se refere à taxa de desconto e ao preço de venda, serão as circunstâncias específicas de cada leilão e a forma com que os fatores antes mencionados são ponderados no momento da venda. A privatização poderá ter um impacto intertemporal negativo na renda permanente do setor público, tanto pela diferença de taxas de desconto entre o setor público e o privado (que teria uma taxa maior), quanto pela subavaliação do preço mínimo do leilão não corrigível no momento da venda da empresa (*e.g.*, pela ausência de competição), entre outros fatores. Por outro lado, o impacto intertemporal poderá ser positivo, se o setor privado julgar que as empresas podem apresentar maior rentabilidade e produtividade sob gestão privada.

### **I.3 Restrições de Curto Prazo e Efeitos Fiscais: As Experiências Argentina e Chilena<sup>7</sup>**

Primeiramente, é necessário destacar que o preço de venda de uma empresa pode ser subvalorizado quando se aceleram programas de privatização, devido a restrições de curto prazo, como a urgência de um ajuste fiscal.

Se o governo tem pressa em maximizar as receitas no curto prazo, pode ser levado a privatizar empresas que atuam em mercados protegidos, monopolizados ou oligopolizados<sup>8</sup>. Assim, podem ser concedidos benefícios extraordinários aos potenciais compradores, o que não ocorreria na ausência das restrições de curto prazo. Esses benefícios podem aparecer sob a forma de forte recomposição tarifária, liberdade para fixação de reajustes de preços futuros e a

---

<sup>7</sup> As informações relacionadas às experiências argentina e chilena apresentadas, nesta seção, baseiam-se em Larraín e Winograd (1996) e Lima (1998).

<sup>8</sup> Como ressalta Mansoor (1987: 11): “Os governos têm o poder de modificar os direitos de propriedade e de restringir a livre operação dos mercados, e o uso desse poder pode causar redistribuição de riqueza. Os governos que enfrentam restrições financeiras podem se ver tentados a usar esse poder para aumentar suas receitas, e a privatização pode fornecer um método politicamente aceitável de utilizá-lo”.

manutenção de monopólios. Para as empresas em geral, isso pode gerar problemas de eficiência alocativa e interna; para os consumidores, redução da renda disponível; para o governo, menor arrecadação tributária; e, para a economia, perda de eficiência econômica. Se o governo tem pressa em privatizar, embora com a possibilidade de auferir maior preço de venda, pode deixar as questões de eficiência em segundo plano<sup>9</sup>. A ex-estatal pode aumentar o seu poder de mercado, chegando mesmo a constituir-se num monopólio privado, que tem efeitos muito mais nocivos para a economia do que um monopólio público.

O aumento do poder de mercado da firma privatizada pode gerar ganhos de produtividade para esta, embora às custas dos benefícios da competição. Essa falta de competição pode causar problemas de eficiência alocativa e interna para o conjunto das empresas do sistema, o que significa maiores lucros para algumas e menores lucros para outras. O resultado líquido pode ser uma menor arrecadação tributária para o conjunto da economia, menos investimentos e menor renda disponível para os consumidores. Essa é uma das razões pelas quais se argumenta que a privatização, em si, não garante ganhos de eficiência.

Por outro lado, se a privatização aumentar a eficiência econômica poderá gerar impactos fiscais permanentes positivos, que podem ocorrer principalmente por duas vias: primeiro, se o governo conseguir se apropriar de parte da melhoria de rentabilidade esperada já no preço de venda da empresa; e segundo, pelo aumento da arrecadação esperada de impostos. Como ressaltado, o aumento da eficiência deveria ser o principal objetivo da privatização, sendo a melhoria da situação fiscal uma consequência natural. De qualquer forma, para o governo garantir a melhoria de sua posição orçamentária intertemporal, este deve criar condições para que ganhos reais de eficiência sejam assegurados e em parte capturados por sua restrição orçamentária intertemporal [Mansoor (1987)]. Entretanto, diante das restrições de curto prazo, muitos governos tendem a se preocuparem menos com questões de eficiência e suas implicações fiscais.

---

<sup>9</sup> O objetivo de priorizar a maximização de receitas é, em muitos casos, incompatível com a eficiência alocativa da economia e a promoção de um nível de competição adequado.

A Argentina e o Chile constituem dois exemplos clássicos que mostram como as restrições de curto prazo podem gerar efeitos fiscais, sobretudo no que concerne aos impactos diretos sobre a dívida pública. As diferenças principais nos dois casos referem-se à escala e velocidade com que as privatizações foram implementadas. Na Argentina, houve rápida e maciça privatização das empresas estatais, com um grande impacto sobre suas finanças públicas. No Chile, houve uma privatização gradual, sendo que suas empresas foram reestruturadas antes das alienações. O impacto fiscal, neste caso, foi reduzido.

Até o início dos anos 90, a Argentina experimentou altas taxas de inflação e desequilíbrios fiscais, o que gerava um crescimento contínuo da dívida pública. Para completar o quadro, as empresas estatais eram mal-administradas e apresentavam prejuízos recorrentes. Em 1991, o governo argentino anunciou um programa de estabilização econômica, no qual a privatização tinha um papel de vital importância para financiar o déficit e reduzir o endividamento público. Claramente, o objetivo era a maximização de receitas, o que requereria uma privatização rápida e massiva de empresas estatais. Não houve maiores preocupações com a eficiência alocativa, regulação de mercados e defesa da concorrência. O objetivo do governo era solucionar rapidamente dois problemas macroeconômicos que emperravam a economia argentina: o desequilíbrio das contas públicas e o problema do balanço de pagamentos.

Um volume expressivo de receitas foi utilizado para abater dívida externa, o que permitiu que a taxa de juros cobrada ao país sofresse uma redução (60% das receitas de privatização na Argentina tiveram origem externa)<sup>10</sup>. Além disso, a privatização sinalizou para o mercado que o país estava comprometido com reformas estruturais na economia, resultando em redução do prêmio de risco cobrado sobre os papéis argentinos, o que evidenciou a restauração da credibilidade do país.

---

<sup>10</sup> Na Argentina, como no caso brasileiro, foram aceitos títulos da dívida pública como forma de pagamento das empresas privatizadas. Entre 1991 e 1994 foram arrecadados US\$ 22,9 bilhões (12% do PIB), pelo valor de face, em títulos da dívida externa. Pelo valor de mercado, isso correspondeu a US\$ 14,7 bilhões (7,7% do PIB). Com isso, houve uma redução na dívida externa argentina de 23%. Naquele país, 56% das receitas totais foram em títulos da dívida externa e 44% em moeda corrente.

A forma com que o governo argentino privatizou suas empresas, entre 1991 e 1995, proporcionou uma redução da dívida externa, diminuição no prêmio de risco e melhoria das finanças públicas. Entretanto, a maior contribuição foi a redução do endividamento externo, possibilitada pelo *swap* de dívida externa por ações de empresas estatais. As vendas contribuíram, também, para melhorar os resultados do governo, no curto prazo, uma vez que as empresas estatais vinham pressionando as contas públicas da Argentina. Em relação à eficiência alocativa, os custos da privatização argentina foram elevados. Não houve maiores preocupações com o desenho de um modelo regulatório ou com a promoção da competição. Monopólios (*e.g.*, petróleo) foram privatizados, agravando os problemas típicos dos mercados muito concentrados.

No Chile, apesar de o processo de privatização ter envolvido um volume de recursos considerável, este foi bem mais lento do que na Argentina, tendo durado pelo menos 15 anos. Além disso, teve várias fases. Inicialmente, houve uma reprivatização de empresas que haviam sido nacionalizadas no governo socialista interrompido de Salvador Allende (1970-1973). Entre 1975 e 1979, as receitas de privatização corresponderam, em média, a 1,16% do PIB. Nesse período, grupos privados puderam adquirir empresas estatais dos setores industrial e bancário, sem que houvesse preocupação do governo em relação à implementação de regulação e promoção da competição.

Entre 1980 e 1984, praticamente não houve privatizações. Em 1982, em razão da forte crise econômica que o país atravessou, o governo chileno se viu obrigado a implementar um programa de salvamento do setor privado que custou 22,4% do PIB. Tal programa consistiu, basicamente, na assunção do controle de empresas industriais, comerciais e bancárias, a fim de garantir a solvência do sistema financeiro. A partir de 1985, a economia voltou a crescer e o programa de privatizações foi reiniciado, com a arrecadação média de receitas da ordem de 1,4% do PIB ao ano.

Assim, o impacto das privatizações sobre as contas públicas no Chile foi menor, tanto pela lentidão do processo de privatização, quanto pelos problemas enfrentados pelo país, que foi obrigado a fazer várias mudanças de rumo durante o processo.

#### I.4 Restrição Orçamentária do Governo e Privatização

O setor público se defronta com uma restrição orçamentária, como qualquer outro agente econômico. Se o fluxo de dispêndios não for igual ao de receitas, o governo não poderá manter-se em equilíbrio ao longo do tempo. Havendo superávit no orçamento, o governo acumulará poupança e poderá emprestar recursos para o setor privado. Entretanto, quando o governo gasta mais que arrecada, gera uma necessidade de financiamento junto ao setor privado e/ou ao Banco Central.

De forma bastante simplificada, a restrição orçamentária do setor público pode ser expressa como:

$$(C_g + I_g - R_{nf}) + iD^i + i^*D^e = \Delta B + \Delta D^i + \Delta D^e \quad (1)$$

Onde:

$\Delta$  = variação;

$C_g$  = consumo do governo;

$I_g$  = investimento do governo;

$R_{nf}$  = receitas não financeiras do governo, incluindo receitas de privatização;

$i$  = taxa de juros sobre a dívida interna;

$i^*$  = taxa de juros sobre a dívida externa;

$B$  = base monetária;

$D^i$  = dívida pública interna; e

$D^e$  = dívida pública externa;

No lado esquerdo da equação (1) se situam as fontes de geração de despesas e receitas do governo em determinado período. No lado direito, são apresentadas as fontes de financiamento corrente do saldo entre despesas e receitas. O primeiro termo entre parênteses mostra a diferença entre gastos não-financeiros ( $C_g + I_g$ ) e as receitas não-financeiras,

incluindo as receitas de privatização ( $R_{nf}$ ). Os demais termos do lado esquerdo da equação referem-se aos dispêndios financeiros líquidos, ou o pagamento de juros líquidos que incidem sobre os diversos estoques de dívida pública: a dívida interna contraída em moeda nacional ( $D^i$ ) e a dívida contratada em moeda externa ( $D^e$ ), com suas respectivas taxas de juros ( $i$  e  $i^*$ ). No lado direito da equação, têm-se as fontes de financiamento de que dispõe o setor público: a emissão de base monetária – o principal passivo do Banco Central – e as emissões de títulos públicos domésticos e externos.

As receitas auferidas com a alienação de ativos estatais e concessões de serviços públicos podem gerar impactos em todos os itens da restrição orçamentária. Podem financiar gastos de consumo do governo e investimentos; pagar juros relativos às dívidas interna ou externa, o que contribui para a redução da dívida pública; ou permitir um menor nível de tributação. Do ponto de vista do financiamento, receitas de privatização podem provocar efeitos positivos sobre as variações das dívidas interna e externa. Em relação à base monetária, os recursos da privatização podem auxiliar o Banco Central na condução da política monetária, possibilitando menores emissões de base.

O impacto intertemporal de um financiamento, por meio da privatização, do consumo do governo, ou redução de impostos (incluídos em  $R_{nf}$ ), no presente, corresponde a uma redução de gastos (ou aumento de impostos) em períodos subsequentes. Isso acontece porque a privatização tem desdobramentos no curto e longo prazos, tendo seus efeitos consolidados no longo prazo. Assim, os resultados positivos para o governo, no presente, podem representar uma restrição orçamentária mais apertada no futuro, como já frisado. Por este motivo, Mansoor (1987) e Mackenzie (1997) apontam a analogia entre a privatização e a colocação de dívida pública. Mansoor (1987: iii) destaca, ainda: “(...) seria mais apropriado considerar vendas de ativos similares a emissões de títulos públicos que carregam implicações para os passivos líquidos futuros do governo”.

Se recursos da privatização forem usados para financiar investimentos, então a condição para que não haja perdas para o Estado será a de que tais investimentos tenham uma rentabilidade superior ao fluxo de rendimentos que o ativo alienado geraria nas mãos do setor

público. Sob o prisma estritamente financeiro, os novos investimentos devem proporcionar uma rentabilidade superior à economia de juros resultante do uso alternativo dos recursos da privatização: o abatimento de dívida pública.

As receitas de privatização, quando utilizadas para abater dívida pública, podem permitir uma redução dos dispêndios financeiros líquidos do governo e do estoque da dívida, arrefecendo o ritmo de crescimento desta última. Os impactos positivos sobre novas emissões de dívidas interna e externa são uma consequência. Quando a privatização ocorre em larga escala e as receitas auferidas são usadas para abater dívida pública, os principais efeitos de curto prazo serão a redução da taxa de crescimento e do estoque da dívida e a economia de juros correspondente. A economia de juros pode, inclusive, superar a perda do fluxo de dividendos que a ex-estatal geraria nas mãos do setor público, quando comparados iguais períodos<sup>11</sup>. Ao reduzir o estoque da dívida, resultam menores fluxos de juros ao longo do tempo, ou seja, menores pagamentos de encargos financeiros.

Quanto aos efeitos das privatizações sobre as taxas de juros, tem-se um primeiro impacto de curto prazo, via expectativas. As privatizações tendem a aumentar o grau de confiança e a credibilidade dos agentes privados em relação ao governo. Conseqüentemente, são exigidos menores prêmios sobre os títulos públicos competitivos internos. Dependendo da escala e do montante de recursos utilizados para abater dívida pública, as privatizações podem possibilitar uma redução das taxas de juros da economia, já no curto prazo. Externamente, a privatização leva também a um efeito de diminuição dos prêmios exigidos sobre os títulos públicos emitidos no mercado internacional. Entretanto, efeitos reais sobre a redução das taxas de juros, geralmente, serão percebidos em um prazo maior. Como ocorre com outras variáveis da economia, os impactos da privatização verificar-se-ão no médio e longo prazos.

---

<sup>11</sup> No Brasil, a economia de juros efetivamente suplantou a perda de dividendos no período 1995-1999. Para maiores detalhes, ver Capítulo III.

## **CAPÍTULO II**

### **PRIVATIZAÇÃO E ASPECTOS FISCAIS NO BRASIL**

Privatização, política fiscal e política econômica têm sido temas intimamente relacionados nas décadas de 80 e 90, sobretudo nos países em desenvolvimento e nos países outrora socialistas. Na América Latina, as privatizações passaram a constituir instrumentos de política macroeconômica, objetivando viabilizar, principalmente, ajustes fiscais e renegociação de dívida externa a partir dos anos 80.

Ao contrário de alguns países da América Latina, que já em meados da citada década haviam iniciado um movimento de articulação entre programas de desestatização e política econômica, no caso brasileiro, a integração das privatizações à política econômica ocorreu apenas nos anos 90. A onda de privatizações que se alastrou pelo mundo, aliada à crise de financiamento externo e à necessidade de recuperação da imagem do Brasil no exterior<sup>12</sup> propiciaram o surgimento de um ambiente favorável para a implementação de um amplo programa de desestatização no país, incluído no âmbito da política econômica.

Tal programa surgiu, no Brasil, como componente adicional do ajuste fiscal, inserido no programa de estabilização lançado no início do governo Collor, com a instituição do Programa Nacional de Desestatização – PND. Com a crise política daquele governo, e após alguns fracassos na condução da política econômica, o PND passou a representar uma peça-chave para o Plano de Estabilização Econômica, embora desvinculado de uma política industrial<sup>13</sup>.

Apesar de seus objetivos iniciais, o PND só veio a contribuir para uma política mais abrangente de ajuste das contas públicas do país no governo FHC, após o lançamento do Plano

---

<sup>12</sup> A imagem do Brasil, no exterior, encontrava-se afetada pela crise da dívida externa e pelas altas taxas de inflação. A desestatização da economia poderia melhorá-la pela sua associação às reformas estruturais, abertura da economia, combate à inflação e ajuste fiscal, que poderiam contribuir para incrementar o desenvolvimento do país.

<sup>13</sup> Entende-se como política industrial medidas de incentivo setorial como o crédito favorecido, proteção tarifária, maior índice de nacionalização, entre outros, além de incentivos à pesquisa, ao desenvolvimento tecnológico, aos investimentos, etc.



Real, quando o seu caráter fiscal foi reforçado, em particular, no que se refere à meta de redução da dívida pública. De fato, o atual governo tem garantido, com o apoio da privatização, o equacionamento das contas públicas, envolvendo os estados no processo.

Este capítulo objetiva discutir alguns aspectos fiscais relacionados às privatizações brasileiras, apresentando seus reflexos sobre o déficit público e alguns resultados empíricos concernentes ao comportamento das empresas estatais em anos recentes. Na Seção II.1, apresenta-se um breve retrospecto da privatização no Brasil, a título de ilustração histórica. Na Seção II.2, examina-se a questão dos ajustes prévios à privatização. Por sua vez, as Seções II.3 e II.4 expõem modelos contábeis a fim de explicitar certas relações entre dívida e déficit públicos, por um lado, e privatizações, por outro. A Seção II.5 analisa os impactos fiscais da privatização sobre o déficit “acima da linha”. Finalmente, a Seção II.6 apresenta resultados empíricos relacionados aos efeitos da privatização sobre as empresas estatais no Brasil.

## **II.1 Breve Retrospecto da Privatização Brasileira**

Na experiência internacional, o núcleo dos programas de privatização tem sido as empresas rentáveis. De fato, verifica-se que, nos diversos países, a maioria das estatais privatizadas se compõe de empresas com boa rentabilidade. Entretanto, alguns autores argumentam que seria preferível iniciar tais programas por empresas estruturalmente deficitárias<sup>14</sup>, seja pelos maiores ônus fiscais dessas empresas para o governo, seja porque se espera que tais empresas tenham maior valor para o setor privado do que para o setor público, uma vez solucionados os problemas de ineficiência interna.

Segundo esses autores, há menor resistência política para privatizar empresas deficitárias, servindo estas, também, como “ponta-de-lança” para futuras privatizações de empresas maiores e mais complexas. Nesse sentido, afirmam Kikeri *et alii*, (1992: 258):

---

<sup>14</sup> Ressalva-se que não há um consenso a esse respeito.

“Tais vendas requerem pouca estruturação prévia, envolvem risco político mínimo e são mais facilmente absorvidas pelos investidores privados, além de ajudarem a preparar o terreno para a venda subsequente de empresas estatais grandes e complexas.”

Embora a primeira empresa a ser alienada, a Usiminas, fosse uma empresa lucrativa, constituindo-se no marco inicial e alavancando o programa de privatização brasileiro, tal argumentação parece ter orientado várias das privatizações do início da década de 90 no país.

No Brasil, as privatizações iniciaram-se lenta e gradualmente, tomando impulso apenas com o lançamento do PND em 1990. Na década de 80, os governos brasileiros alienaram empresas de pequeno e médio porte operando em mercados competitivos. Não houve uma política consistente de privatização nesse período. Portanto, os programas de privatização implementados nessa década constituíram-se de iniciativas desarticuladas da política macroeconômica interna. Com a instituição do PND, adotou-se a estratégia de atrelar o programa de privatização à política econômica geral. Assim, iniciaram-se os processos de alienação de empresas mais complexas e de grandes *holdings* setoriais. Apesar da existência de um ambiente favorável às privatizações, vários obstáculos tiveram de ser transpostos: grande resistência política, resistência de grupos contrários à privatização, complexidade das estatais brasileiras de maior porte, escolha dos modelos de venda das empresas, etc.

Além disso, o setor produtivo estatal brasileiro cresceu baseado em unidades independentes, no âmbito da administração indireta, e em grandes *holdings* setoriais como a Siderbrás, CVRD, Telebrás, Eletrobrás e Petrobras, sob o controle acionário do Tesouro Nacional. Essas *holdings*, por sua vez, detinham<sup>15</sup> controle ou participações acionárias em outras empresas, sob a forma de subsidiárias ou coligadas. Na verdade, várias foram as formas de associação entre Estado e setor privado no Brasil, no que se refere a empresas estatais. Para as empresas constituídas sob a forma de sociedade de economia mista, em muitos casos, a União deteve o controle acionário da empresa, ficando o setor privado com as participações minoritárias, enquanto, em outros, esta deteve participações não-controladoras ou minoritárias em algumas empresas.

---

<sup>15</sup> Algumas já foram desmembradas e privatizadas, extintas ou liquidadas.

Caso as grandes controladoras setoriais (o núcleo do Setor Produtivo Estatal – SPE) fossem vendidas em bloco para poucos compradores, então seriam ocasionados problemas de eficiência na economia. Por isso, optou-se por fragmentar esses grupos e alienar as empresas controladas separadamente.

Destaca-se, ainda, que o SPE cresceu sem maiores controles sobre a forma como o seu padrão de crescimento afetava o poder de mercado. Daí a importância da implementação de medidas de preservação da competição nos mercados onde as ex-estatais passariam a atuar. Felizmente, preocupações com a eficiência alocativa orientaram a venda de várias empresas em separado, visando evitar a transferência de grande poder de mercado ao setor privado. São exemplos os setores petroquímico e de fertilizantes, cujas empresas foram desmembradas da Petrobras e privatizadas isoladamente.

Esse conjunto de fatores ajuda a explicar a lentidão da implementação das privatizações no Brasil e não é isento de custos. Como em muitos casos as empresas privatizadas eram de propriedade das respectivas controladoras setoriais – e não do Tesouro Nacional –, o trânsito das receitas de privatização para o Tesouro tornou-se mais lento e reduziu o impacto da utilização desses recursos sobre as contas públicas.

Três fases distintas marcaram o processo de privatizações no Brasil. A primeira fase ocorreu ao longo dos anos 80 e foi marcada pelas “reprivatizações” de empresas que tinham pertencido ao setor privado e posteriormente incorporadas à carteira do BNDES. Entre 1981 e 1989, foram privatizadas empresas estatais que haviam sido absorvidas pelo Estado, em geral por apresentarem elevado endividamento junto ao setor público. Essas vendas contabilizaram um total de trinta e oito empresas de pequeno e médio porte, gerando uma receita de US\$ 726 milhões à época. Nesse período, as privatizações não foram orientadas no sentido de uma ampla reforma que mudasse a forma de inserção do Estado na economia. O principal objetivo nessa fase foi o saneamento financeiro da carteira do BNDES.

A segunda fase iniciou-se com o lançamento do Programa Nacional de Desestatização – PND, em 1990. A partir de então, as privatizações passaram a constituir uma das prioridades

da política econômica, incluídas em um amplo conjunto de reformas voltadas para a reformulação do papel do Estado.

O PND, principal instrumento no processo de privatizações no Brasil, está inserido num contexto de racionalização de recursos públicos, desregulamentação da economia, redução do tamanho e redefinição do papel do Estado. Nesse sentido, o Estado deixaria de atuar diretamente em áreas como indústria, infra-estrutura e serviços, passando à iniciativa privada a responsabilidade pelos elevados investimentos requeridos. O Estado passaria, então, a atuar como regulador e fiscalizador de serviços públicos essenciais como as telecomunicações e os serviços. Para a consecução dos objetivos do PND, há uma multiplicidade de metas a serem alcançadas, tais como: a democratização do capital, o fortalecimento do mercado acionário, o reordenamento da posição estratégica do Estado e a modernização do parque industrial do país, entre outras.

Junto ao PND, foi criado o Fundo Nacional de Desestatização – FND, um fundo gerido pelo BNDES e de natureza contábil, constituído mediante depósitos de ações ou quotas de propriedade direta ou indireta da União, emitidas por empresas que tenham sido incluídas no PND, inclusive as representativas de participações societárias minoritárias no capital de quaisquer outras sociedades. Assim, o BNDES, além de desempenhar o papel de agente executor das privatizações, passou a gerir e administrar o FND, no qual são depositadas as ações das empresas privatizáveis.

Nessa fase, que estendeu até o final de 1994 e abrangeu os governos Collor e Itamar Franco, foram vendidas empresas de maior porte e historicamente estatais (ou seja, empresas que já nasceram estatais). Foi decidido que o Setor Siderúrgico teria prioridade nas desestatizações iniciais, haja vista o alto grau de endividamento que este apresentava, mesmo após a recente tentativa de saneamento de suas empresas. Após várias controvérsias em relação à escolha da primeira empresa a ser alienada e a transposição de vários obstáculos de natureza operacional e política, finalmente a Usiminas foi privatizada em 1991, iniciando, de fato, a implementação do programa.

Entre 1991 e 1994, diversas empresas foram alienadas, muitas das quais deficitárias. As empresas privatizadas concentravam-se em setores industriais, tais como siderurgia, petroquímica e fertilizantes. Essa fase foi marcada pela utilização, em larga escala, das moedas de privatização como forma de pagamento, embora a partir de 1994 houvesse maior ênfase quanto ao emprego de moeda corrente nos processos de desestatização. Ainda em 1994, foi publicado o Decreto nº 1.068, que incluiu no PND as participações minoritárias da União em diversas empresas.

O governo FHC inaugurou a terceira fase de privatizações no Brasil. Inicialmente, foi aprovada a Lei das Concessões em fevereiro de 1995, cujo objetivo foi estabelecer as bases sobre as quais o governo concederia a terceiros os direitos de exploração de serviços públicos. Essa fase, ainda em andamento, é caracterizada pela privatização de empresas dos setores de infra-estrutura e serviços públicos. Destacam-se os setores de telecomunicações, energia elétrica e transportes. Nesses setores, as vendas das empresas deveriam ser necessariamente acompanhadas de um modelo regulatório adequado, sob pena de haver problemas de eficiência na economia (pela substituição de monopólios públicos por privados). Ocorreu, ainda, a privatização da CVRD, em 1997.

Essa terceira fase foi iniciada pela venda de empresas do setor elétrico. Duas distribuidoras de energia elétrica, pertencentes ao grupo Eletrobrás, foram inicialmente postas à venda: a Escelsa (1995) e a Ligth (1996). Esta última empresa, na qual a União detinha participação majoritária no capital, foi a primeira grande distribuidora de energia elétrica a ser privatizada.

Posteriormente, o governo tentou vender quatro geradoras, também pertencentes à *holding* Eletrobrás: Furnas, Eletrosul, Eletronorte e CHESF (Companhia Hidroelétrica do São Francisco). Havia, entretanto, um problema: essas empresas vendiam energia para distribuidoras estaduais, muitas das quais não honravam seus compromissos junto às geradoras subsidiárias da Eletrobrás. Isso constituía um problema, na medida em que os investidores privados não comprariam empresas geradoras havendo a possibilidade das distribuidoras não pagarem pela energia recebida. A solução encontrada pelo governo central foi privatizar as

distribuidoras estaduais, o que envolveu complexas e longas negociações com os governos dos estados. Com a privatização da maior parte das distribuidoras estaduais, criaram-se condições para a alienação das empresas geradoras subsidiárias da Eletrobrás, ainda que às custas de atrasos no cronograma geral de privatizações, o que teve custos fiscais.

Em 1996, ocorreu a inclusão dos estados no processo de privatização (Programas Estaduais de Desestatização – PED), centrada nos setores elétrico, gás canalizado, saneamento básico e concessões de rodovias. As principais destinações dos recursos arrecadados têm sido o abatimento de dívidas estaduais ou das empresas alienadas, embora parte dos recursos tenha sido utilizada para pagar dispêndios correntes (*e.g.*, folha de salários e obras em andamento). Nesse último caso, há custos fiscais envolvidos pela utilização de receitas de privatização para financiamento de gastos correntes por parte de alguns estados.

O arrendamento de trechos ferroviários pertencentes à RFFSA deu início à privatização do setor de transportes. A malha ferroviária da estatal foi dividida em seis trechos, dos quais cinco foram arrendados ainda em 1996. Cerca de 20% das receitas de concessão dos cinco trechos foram pagos à vista, e o restante será pago ao longo de 30 anos, tudo em moeda corrente.

O programa de desestatizações no Brasil passou a apresentar maiores impactos macroeconômicos e fiscais a partir de maio de 1997, com a alienação da CVRD. A privatização dessa empresa, uma das maiores mineradoras do mundo, representou um ponto de inflexão nas privatizações brasileiras, não só pelo volume de recursos arrecadados, como também pela sua importância estratégica.

O processo de privatização das empresas do setor de telecomunicações, o maior do mundo no gênero, encontra-se concluído (1998). Iniciou-se pela venda das concessões da Banda B de telefonia celular, o que não constituía um ativo físico, propriamente, mas sim um direito de exploração desses segmentos de telefonia por parte do setor privado. Empresas privadas passaram, então, a concorrer com empresas estatais que já operavam com telefonia celular. Posteriormente, o setor de telecomunicações foi totalmente reestruturado. As empresas

controladas da *holding* Telebrás foram desmembradas, reagrupadas e privatizadas, segundo a modelagem de venda adotada.

Cada uma das fases do processo de privatizações no país teve características peculiares, que permitiram gerar maiores ou menores impactos fiscais. Na primeira fase, que ficou marcada pelo seu aspecto microeconômico, os impactos fiscais foram muito reduzidos. Na segunda fase, os impactos fiscais, embora positivos, ainda não foram muito significativos. Os principais fatores que explicam esse fato são: os setores privatizados (siderúrgico, petroquímico e fertilizantes) eram pouco dinâmicos e não apresentavam muito interesse para o setor privado; a instabilidade macroeconômica e política do país, que se refletia no preço de venda dos ativos; e a utilização de moedas de privatização como forma de pagamento. Em relação à dívida pública, apesar de não ter ocorrido uma redução no seu estoque que mereça destaque, houve melhoria no seu perfil.

Finalmente, na terceira fase, com o grande volume de recursos auferidos – sobretudo a partir de 1997 –, a predominância das receitas de venda em moeda corrente e a entrada dos estados no programa, os impactos fiscais foram bem expressivos. Além disso, os setores privatizáveis eram mais atraentes para o setor privado, dado o seu potencial de crescimento, e foi permitido aos investidores externos participarem do processo, o que contribuiu para o volume significativo de receitas arrecadadas. Tais fatos possibilitaram a redução da dívida pública (ver Capítulo III).

## **II.2 Ajustes Prévios à Privatização**

Operações de saneamento financeiro podem ser necessárias para tornar a empresa a ser privatizada atrativa aos potenciais compradores do setor privado. Normalmente, tais operações constituem-se de capitalizações, reescalamentos e assunções de dívidas e outros passivos. Operações de saneamento financeiro efetivamente aumentam o valor da estatal para o setor privado. Ressalta-se que, essas operações, quando necessárias, ocorreriam mais cedo ou mais tarde, suposta a ocorrência ou não da privatização, e seus efeitos são considerados no preço de

venda. Ocorre que, com a alienação da estatal, o saneamento financeiro é antecipado, o que pode proporcionar, inclusive, a redução de sua magnitude. Isso se deve ao fato de que os desequilíbrios patrimoniais das empresas tendem a se acumular no tempo, se não forem sanados.

As operações de saneamento financeiro estão inseridas num procedimento operacional que antecede à privatização conhecido como “ajustes prévios”. O Anexo I mostra alguns ajustes prévios de natureza financeira que ocorreram no período 1991-1995, bem como outras informações sobre as privatizações realizadas. Os ajustes prévios constituem um fator importante no processo de privatização.

Normalmente, os ajustes prévios são necessários, sendo recomendados pelos consultores e aprovados pela Comissão Diretora, de modo a tornar viável o leilão e estimular o interesse de potenciais compradores. Tais ajustes, ademais, freqüentemente afetam a definição do modelo de venda das empresas a serem privatizadas. Podem ser relacionadas as seguintes motivações para os ajustes prévios:

- a) a necessidade de prévia reorganização financeira da empresa face à expectativa de que uma empresa mais capitalizada permite alavancar acréscimos no valor de suas ações superiores aos custos de reestruturação do seu passivo; a fim de capitalizar a empresa, podem ser selecionados procedimentos de aporte de capital, conversão de débitos em capital, seguida ou não de *write-off* de ativos, consolidação de dívidas de curto prazo em empréstimos de longo prazo, diminuição das taxas e/ou redução de principal do débito;
- b) a exigência de se negociar acordos de acionistas ou disposições estatutárias, preexistentes na empresa, contendo condições restritivas à venda de ações ou ativos, ou prejudiciais à atratividade do empreendimento;
- c) a resistência de acionistas, controladores ou minoritários, ao processo de desestatização, sob a arguição de perdas com a alienação da parte estatal do empreendimento; e
- d) a conveniência de se proceder à reestruturação societária das empresas por meio de cisões e incorporações, objetivando sempre a otimização dos valores totais de venda de suas ações.



Além dos ajustes prévios (*strictu sensu*), outras medidas podem ser necessárias:

- a) estabelecimento de políticas de preços de principais produtos ou matérias-primas básicas (Ex: siderurgia e petroquímica);
- b) negociação com os credores da empresa para a reestruturação de passivos;
- c) negociação de acordos de acionistas preexistentes;
- d) negociação com acionistas minoritários; e
- e) reorganização da estrutura de capital, incluindo conversão de ações preferenciais em ordinárias, sempre que for viável.

A título de ilustração, são exemplificados alguns tipos de ajustes prévios do caso brasileiro. Com relação às empresas controladas pela Siderbrás, a maior parte dos ajustes foi de natureza financeira, envolvendo capitalizações, reescalonamentos e assunções de dívidas principalmente. Por sua vez, apresenta-se um ajuste prévio de outra natureza, referente ao Grupo Telebrás.

### **Grupo Siderbrás:**

1. Usiminas: incorporação da Usiminas Mecânica S.A. (Usimec) à Usiminas
2. CSN: teve como principal ajuste prévio o seu saneamento financeiro, além de alguns de natureza jurídica, entre outros, podendo ser destacados:
  - a) capitalização, pela Siderbrás, no valor de US\$ 756 milhões, sendo:
    - 43% referentes a dívidas externas da CSN, no âmbito das operações 4131, vencidas e a vencer, assumidas pela Siderbrás;
    - 24% referentes a adiantamentos concedidos pela Siderbrás, por conta de futuros aumentos de capital;
    - 26% referentes a dívidas da CSN junto ao Banco do Brasil, no âmbito das operações relativas aos Avisos MF 262 e 36, assumidas pela Siderbrás; e

- 7% referentes à dívida da CSN junto à Vale do Rio Doce Navegação S.A. (Docenave), assumidas pela Siderbrás.
- b) reescalonamento de dívidas equivalentes a US\$ 210 milhões, sendo desse valor:
- 74% referentes a débitos junto ao BNDES; e
  - 26% referentes a débitos de IPI.
- c) o principal ajuste de natureza jurídica foi a conversão das ações preferenciais classe B em ordinárias.
3. Cosipa: a despeito dos sucessivos e vultosos aportes de capital realizados pelo governo ao longo de sua existência, a empresa acumulou um endividamento de cerca de US\$ 2 bilhões, incompatível com um faturamento em torno de US\$ 1 bilhão e um patrimônio líquido inexpressível. À época de sua inserção no PND, em fevereiro de 1992, a estrutura de capital da Cosipa encontrava-se totalmente desbalanceada. Para superar essa situação, que inviabilizava a privatização da empresa, foi necessário empreender um amplo saneamento financeiro prévio, constando de:
- a) assunção e capitalização, pela Siderbrás, de dívidas no valor de US\$ 1 bilhão, referentes à débitos da Cosipa junto a bancos nacionais (44,7%) e estrangeiros (32,2%), Tesouro Nacional (4,1%), diversos fornecedores estatais (1,6%) e Femco (7,6%); e
- b) reescalonamento de dívida no valor de US\$ 605 milhões, referentes a débitos junto ao Banco do Brasil, débitos fiscais (ICMS, IPTU, impostos e contribuições federais) e débitos junto ao PIS/Finsocial, INSS e Femco.
4. Açominas: em sua reestruturação financeira, o principal ajuste foi a capitalização de dívidas contraídas no valor total de US\$ 470 milhões, por meio de aumento do capital social pela Siderbrás. Os credores mencionados eram: Banco do Brasil (US\$ 8 milhões), Siderbrás (US\$ 40 milhões), CVRD (US\$ 17 milhões) e empresas de arrendamento mercantil (US\$ 405 milhões). Com esse processo de capitalização de dívidas, o capital da Açominas ficou

acrescido do montante equivalente a US\$ 429 milhões, devido ao deságio resultante do processo de negociação com os referidos credores. Outro ajuste foi realizado com empresas de arrendamento mercantil, referente a uma operação de *Sale & Lease Back*, e resultou no pagamento adicional de encargos correspondentes à utilização de contraprestações vencidas, no valor de US\$ 27,2 milhões, com títulos da carteira da Açominas. Como ajustes complementares podem ainda ser citados:

- a) reescalonamento de débitos com o Banco do Brasil de valor original equivalente a US\$ 44 milhões; e
- b) liquidação de débitos junto à Interbrás, no valor equivalente a US\$ 20 milhões, com títulos representativos de créditos da Açominas junto à Docenave.

#### **Grupo Telebrás:**

Como parte dos ajustes prévios da Telebrás, e seguindo modelo de venda adotado para a implementação do processo de privatização do sistema de telecomunicações, as empresas estaduais subsidiárias da *holding* Telebrás foram cindidas em empresas de telefonia fixa e celular – Banda A. Em seguida, foram reagrupadas em três grandes empresas de telefonia fixa, divididas geograficamente, e em oito empresas regionais de telefonia celular. Posteriormente, essas empresas, juntamente com a Embratel, foram alienadas em 1998. Para completar o processo, foram vendidas as concessões para as empresas que ficaram conhecidas como “empresas-espelho”. Assim, a concorrência, na telefonia celular, se daria entre as empresas das Bandas A e B. No caso das três empresas de telefonia fixa e da Embratel, a operadora internacional, a concorrência se daria entre as “empresas-espelho” e as empresas vencedoras dos leilões, de modo a se ter duas operadoras para cada um dos segmentos em que foi dividido o sistema de telecomunicações.

O Quadro 1 apresenta os ajustes financeiros prévios à privatização, realizados pelo Tesouro Nacional, no período 1995-1997. Observa-se que, com exceção da RFFSA, os ajustes

foram pouco expressivos, em termos de montante de recursos. Entretanto, algumas considerações devem ser feitas com relação aos seus impactos sobre a dívida pública.

Quando o ajuste envolve transferência de dívidas entre estatais, não há, *cæteris paribus*, impactos na dívida líquida do setor público consolidado, uma vez que se trata apenas de uma transação entre unidades da administração indireta do setor público, conforme metodologia de cálculo da dívida pública. No caso da securitização de dívidas, embora possa haver impactos sobre a dívida, há um processo prévio de renegociação das referidas dívidas com os credores, que resulta em novações contratuais sob condições favoráveis ao governo. Em muitas situações, tratam-se de dívidas vencidas, que deveriam ter sido pagas em dinheiro e são refinanciadas. Normalmente, a securitização de dívidas proporciona ganhos para o Tesouro Nacional<sup>16</sup> (ver Capítulo III, para maiores detalhes). Em relação aos aumentos de capital, tudo vai depender da forma como foram implementados: via emissão de títulos públicos ou em dinheiro.

### Quadro 1<sup>17</sup>

#### AJUSTES FINANCEIROS PRÉVIOS À PRIVATIZAÇÃO (1995-1997)

Mês	Empresa	Ajustes Prévios	Valor (US\$ Milhões)	Valor (R\$ Milhões)
Jul/95	ESCELSA	Assunção de dívidas pela ELETROBRAS	44,8	41,6
Dez/95	KOPPOL	Capitalização de contrato de mútuo pela PETROQUISA	16,6	16,1
Dez/96	RFFSA	Securitização de dívidas da RFFSA junto ao INSS	1.400,0	1.451,8
Dez/96	RFFSA	Securitização de dívidas da RFFSA junto à REFER	393,0	407,5
Ago/97	CODESP	Aumento de Capital	83,0	90,0
Ago/97	CDRJ	Aumento de Capital	40,6	44,0
<b>TOTAL</b>			<b>1.978,0</b>	<b>2.051,0</b>

Fonte: STN/MF. Elaboração do Autor.

<sup>16</sup> A securitização de dívidas é o processo de renegociação de dívidas, em muitos casos vencidas e não pagas, tendo como mecanismo subjacente a novação contratual ou a repactuação das condições previstas nos contratos originais. Tem sido muito utilizada pela Secretaria do Tesouro Nacional, por envolver condições mais favoráveis ao Tesouro Nacional, quando do refinanciamento de suas dívidas. Além disso, os desembolsos efetivos, decorrentes das securitizações, ocorrem ao longo de vários anos e a taxas de juros reduzidas.

<sup>17</sup> Os valores em milhões de reais foram convertidos pelo dólar médio do mês.

Apesar de não constituírem ajustes prévios à privatização, em alguns casos, por recomendação dos consultores, e após aprovação da Comissão Diretora, algumas estatais são dissolvidas, extintas ou liquidadas. No caso das controladoras setoriais, isso é um processo natural, uma vez privatizadas todas as empresas do grupo. Quando da dissolução, extinção ou liquidação de uma empresa estatal, a União sucede a sociedade nos seus direitos e obrigações.

A liquidação da Siderbrás motivou a maior transferência de obrigações para a União. O Tesouro Nacional assumiu R\$ 10,8 bilhões em dívidas externas e R\$ 8,9 bilhões em dívidas internas da empresa, tomando-se como base os meses de abril e junho de 1997, respectivamente. Esses valores deveram-se à assunção, pela *holding*, de pesadas dívidas de suas controladas, em razão do frustrado plano de saneamento financeiro do Setor Siderúrgico do final da década de 80, e ao fato da Siderbrás ter absorvido dívidas de algumas empresas controladas e seus encargos financeiros, quando da privatização das estatais do setor. A dívida externa tem sido paga normalmente no âmbito do acordo de renegociação da dívida externa do país. Já a dívida interna foi em grande parte securitizada, e é composta por uma cesta de moedas de privatização, com vencimentos ao longo de 20 anos.

Ressalta-se, entretanto, que tal transferência de obrigações foi decorrência dos grandes problemas financeiros que as empresas siderúrgicas do país vinham enfrentando. Se essas empresas não fossem privatizadas e a Siderbrás liquidada, os problemas financeiros provavelmente multiplicar-se-iam, gerando ônus ainda maiores para o Tesouro. Em termos financeiros, e analisando-se temporalmente, pode-se afirmar que a privatização da siderurgia estatal brasileira<sup>18</sup> e a liquidação da Siderbrás foi um bom negócio para o governo e para toda a sociedade. Apesar de a União ter assumido um elevado montante de dívidas, estas não afetaram a dívida pública, *cæteris paribus*, pois tal operação consistiu na transferência de endividamento de uma esfera de governo para outra (empresas estatais para o governo central).

---

<sup>18</sup> A Siderurgia é um setor intensivo em capital, pouco dinâmico e com grande período de maturação para os investimentos.

Nos demais casos de assunção de dívidas pelo Tesouro, quando da extinção, dissolução ou liquidação de empresas estatais, os valores assumidos foram bem inferiores. Portanto, a Siderbrás não é padrão de comparação, constituindo-se em um caso isolado, em termos de volume de dívidas transferidas para o Tesouro.

### **II.3 Déficit Público, Privatização e Ajuste Patrimonial**

Déficit público é simplesmente a diferença entre despesas e receitas do setor público, em determinado período de tempo.

As questões referentes à mensuração do déficit público tornaram-se mais relevantes a partir de 1982, quando foram interrompidos os fluxos de recursos externos para o país. Com a interrupção da entrada de poupança externa, tornaram-se mais evidentes os desequilíbrios financeiros das contas públicas. As autoridades econômicas recorreram, então, ao Fundo Monetário Internacional – FMI. Em razão do acordo assinado com esta instituição, o país teve de apresentar um programa de ajustamento econômico, com base em indicadores quantitativos, entre os quais o déficit público. Tais indicadores objetivavam acompanhar o desempenho global do setor público, sendo monitorados por avaliações periódicas. Assim, por influência do FMI foi introduzida a noção de que o déficit público deveria ser medido de acordo com as Necessidades de Financiamento do Setor Público – NFSP<sup>19</sup>. Introduzidas algumas alterações na sua formulação original, esse é o conceito atualmente utilizado no Brasil.

As NFSP podem ser medidas por dois métodos. O primeiro, denominado “acima da linha”, explicita de forma desagregada os principais fluxos de receitas e despesas, com base na execução orçamentária das entidades formadoras do déficit. Esta metodologia apura os fluxos acumulados no ano das responsabilidades líquidas do setor público não-financeiro, junto ao setor financeiro, ao setor privado não-financeiro e ao setor externo. São incluídos órgãos da

---

<sup>19</sup> Em Ramalho (1997), o leitor poderá ter uma visão abrangente sobre os vários conceitos de déficit público, incluindo determinados problemas associados à sua mensuração por meio das NFSP.

administração direta e indireta, inclusive empresas estatais, das três esferas de governo. As informações para o cálculo das NFSP, por este método, são extraídas, quase em sua totalidade, da execução dos orçamentos da União, estados e municípios, empresas estatais (federais, estaduais e municipais), previdência social e de balancetes das instituições financeiras. Os dados são apurados em regimes de competência e caixa, dependendo do objetivo a ser atingido.

O segundo método, conhecido como “abaixo da linha”, mede o déficit a partir da variação do endividamento público (ótica do financiamento), explicitando os fluxos líquidos (exclusive amortizações) de novos financiamentos obtidos, ao longo de certo período, pelo setor público não-financeiro junto a cada órgão ou instrumento financiador. Como toma por base variações nos estoques da dívida pública, um aumento do déficit significa que houve um novo endividamento para financiar o desequilíbrio entre despesas e receitas. O déficit público, medido por esse método, é mais conhecido como Necessidades (Nominais) de Financiamento do Setor Público – NFSP, sendo divulgado periodicamente pelo Banco Central.

As NFSP nominais, tal como apuradas pelo Banco Central, baseiam-se na variação da Dívida Líquida do Setor Público – DLSP em determinado período<sup>20</sup>. A DLSP consolida o endividamento líquido do setor público não-financeiro e do Banco Central junto ao sistema financeiro (público e privado), ao setor privado não-financeiro e ao resto do mundo. É determinada pela soma das dívidas interna e externa do setor público (governo central, estados e municípios e empresas estatais) junto ao setor privado, incluindo a base monetária e excluindo ativos do setor público tais como reservas internacionais, créditos junto ao setor privado e receitas de privatizações.

Para ilustrar o conceito de NFSP, juntamente com as implicações do processo de privatização, suponha-se um setor público simplificado, cuja dívida líquida seja dada por:

$$DL = B + D^i + D^e - AF \quad (2)$$

---

<sup>20</sup> O termo “líquido” é utilizado para indicar que representa uma diferença entre passivos e ativos.

Onde:

DL = dívida líquida total;  
B = base monetária;  
 $D^i$  = dívida interna bruta;  
 $D^e$  = dívida externa bruta; e  
AF = ativos financeiros.

Nesse referencial, o déficit nominal será calculado pela seguinte expressão:

$$DN_t = \Delta B_t + \Delta D_t^i + \Delta D_t^e - \Delta AF_t = \Delta DL_t = DL_T - DL_{T-1} \quad (3)$$

Onde:

t = tempo para efeito de cálculo em termos de fluxos;  
T = tempo para efeito de cálculo em termos de estoques (final do período t);  
DN = déficit nominal ao longo do período t;  
 $\Delta$  = variação;  
 $\Delta DL$  = variação da dívida líquida ao longo do período t; e  
DL = dívida líquida no final do período.

A equação (3) mostra o cálculo do déficit nominal como resultado das variações da base monetária, das dívidas interna e externa, líquidas de ativos financeiros (estes últimos incluem as reservas internacionais). Logo, a variação da dívida líquida é contabilmente igual à variação da dívida bruta menos a variação dos ativos financeiros do governo, e o déficit nominal corresponde à diferença entre os estoques da dívida líquida no final de dois períodos.

Suponha-se agora que o governo privatize uma empresa estatal com patrimônio positivo. Nesse caso,  $D^i$  tende a reduzir-se por dois motivos. Primeiro, porque parte (ou a totalidade) das receitas de venda, em moeda corrente, podem ser utilizadas para abater dívidas internas de curto prazo, incluídas no conceito de  $D^i$ . Se parte do pagamento (ou a totalidade) for realizado



em moedas de privatização, o raciocínio é análogo, uma vez que tais moedas também são contabilizadas em  $D^i$ . Segundo, porque pode haver transferência de dívidas da empresa para o setor privado, já que parte de  $D^i$  é dívida das estatais. Os dois argumentos também são válidos para  $D^e$ .

Quanto ao impacto dos ativos financeiros, havendo crescimento de tais ativos do setor público (governo central, estados, municípios e estatais), reduz-se o déficit nominal. Por sua vez, os ativos financeiros das empresas privatizadas devem estar computados no preço de venda. Portanto, desde que pelo menos parte dos recursos da privatização seja usada no abatimento de dívida pública, a alienação dos AF provoca, *cæteris paribus*, redução em  $D^i$  e/ou  $D^e$  e, conseqüentemente, no déficit nominal.

A privatização pode, ainda, afetar a base monetária. As receitas de privatização, em moeda corrente, entram na contabilização do item Conta Única do Tesouro Nacional do Anexo III, podendo acarretar expansão dessa conta, dependendo do volume de recursos depositados. Entretanto, em termos de variação da base monetária, pode haver uma compensação desse efeito por dois motivos. Primeiro, os recursos arrecadados podem sair da conta única no mesmo mês em que ingressaram, para abater dívida pública, por exemplo. Segundo, e mais importante, as políticas fiscal e monetária não são conduzidas de forma independente. Logo, esse efeito pode ser esterilizado.

O Banco Central possui uma programação monetária a ser seguida, que deve estar em harmonia com possíveis reflexos da política fiscal, como a entrada de um grande volume de recursos nos cofres do Tesouro. No mês de agosto de 1998, por exemplo, foram transferidos para a conta única R\$ 8,8 bilhões, referentes à primeira parcela do pagamento da privatização do Sistema Telebrás, expandindo essa conta. No mesmo mês, houve um grande resgate líquido de títulos públicos federais e a base sofreu uma expansão de R\$ 2,4 bilhões<sup>21</sup>. Observe-se que, se o Banco Central e o Tesouro Nacional não atuassem, em conjunto, poderia haver uma

---

<sup>21</sup> Note-se que, quando da privatização da CVRD, em maio de 1997, ingressou na Conta Única do Tesouro Nacional R\$ 1,6 bilhão, também expandindo essa conta. Nesse mesmo mês, as colocações de títulos públicos federais foram superiores aos resgates. Esse fato, aliado a outros fatores condicionantes da base monetária, fez com que esta sofresse uma contração de R\$ 5,6 bilhões, conforme mostra o Anexo III.

grande contração da base monetária, o que elevaria demasiadamente as taxas de juros. Conclui-se que as receitas de privatização constituem um elemento auxiliar que afeta a base monetária, evitando emissões adicionais pelo Banco Central, a quem compete zelar pelo cumprimento da programação monetária.

A equação (3) representaria o cálculo do déficit nominal, sob a ótica do financiamento, supondo-se a ausência dos ajustes patrimonial e privatização. Entretanto, como está ocorrendo um ajuste patrimonial significativo nas contas públicas na década de 90, como resultado do reconhecimento de dívidas passadas – os chamados “esqueletos” –, entre outros ajustes, e do processo de privatização, há a necessidade de expurgarem-se esses ajustes do cálculo da DL, a fim de se captar o componente estritamente fiscal da dívida. Se esse expurgo não ocorresse, como os ajustes patrimoniais e os recursos da privatização afetam a dívida líquida total, o cálculo do resultado nominal não refletiria uma realidade fiscal (resultado primário mais juros nominais). A contabilização dos ajustes patrimonial e privatização deu origem ao conceito de “Dívida Fiscal Líquida”, apresentado a seguir.

Existem dois tipos básicos de ajuste patrimonial que atuam no sentido de aumentarem a dívida e o déficit públicos. O primeiro é o reconhecimento dos “esqueletos”. Trata-se de dívidas contraídas por ações adotadas pelo setor público no passado, que já produziram impactos macroeconômicos, mas que não foram explicitadas na contabilidade da dívida pública de então. Logo, deveriam estar contidas em  $D^i$ . O segundo é o ajuste metodológico da dívida externa, devido à conversão dos estoques pela taxa de câmbio de final do período, e dos fluxos pela taxa de câmbio média do mês.

Por outro lado, quando ocorre a privatização de uma empresa, há redução nos ativos reais do setor público<sup>22</sup>, item não contabilizado na DL. Tal fato deu origem ao “ajuste privatização”. A existência de ativos reais e de dívidas não incluídas nas apurações oficiais do Banco Central poderia levar a subestimativas ou superestimativas do valor da dívida líquida,

---

<sup>22</sup> A dívida líquida é medida em termos financeiros e não contabiliza ativos reais do setor público, como as empresas estatais ou um prédio do governo, por exemplo.

sob a ótica fiscal. Portanto, foram necessários alguns ajustes no cálculo do déficit público para evitar informações equivocadas em sua apuração.

Assim, diante das privatizações e de outros ajustes patrimoniais, foi criado, pelo Banco Central, o conceito de Dívida Fiscal Líquida – DFL, cuja variação produz uma medida de déficit nominal mais realista, do ponto de vista fiscal, do que a calculada conforme a equação (3).

A DFL é definida como se segue:

$$DFL_T = DL_T - (AP_t - APRIV_t) = DL_T - APL_t \quad (4)$$

Onde:

DFL = dívida fiscal líquida no final do período;

DL = dívida líquida no final do período;

APRIV = ajuste privatização ao longo do período t, decorrente do processo de alienação de empresas estatais;

AP = ajuste patrimonial ao longo do período t, decorrente da explicitação de dívidas não registradas anteriormente, do ajuste metodológico da dívida externa, etc.; e

APL = ajuste patrimonial líquido ao longo do período t.

Se a DL é a Dívida Líquida do Setor Público – DLSP, tem-se que DN corresponde ao conceito de NFSP. Assim, uma vez composta a DFL, sua variação gera as NFSP ajustadas, que captam movimentos exclusivamente fiscais:

$$NFSP_t = \Delta DFL_t \quad (5)$$

Dessa forma, o déficit nominal fica imune a mudanças de estoques, ocorridas em determinado período de tempo, decorrentes de privatizações e de outros ajustes patrimoniais que possam eventualmente ocorrer. Observe-se que, quando se encerrar o processo de

privatização e de contabilização dos ajustes patrimoniais, a DFL coincidirá com a DLSP, tornando-se desnecessário o cálculo da primeira.

#### II.4 Modelo para Determinação da DLSP e NFSP

As expressões a seguir procuram explicitar os fatores que afetam a DLSP, bem como as NFSP. São equações elaboradas sobre identidades contábeis simplificadas, e baseiam-se no modelo de Pinheiro (2000).

$$DM_{T+1} = TIT_T (1 + r_1) - RESG_{T+1} \quad (6)$$

(Termo de atualização da Dívida Mobiliária, líquido de resgates)

$$DLSP_T = DM_T + ODI_T + B_T + DEB_T - RES_T \quad (7)$$

(Dívida Líquida do Setor Público)

$$APL_t = AP_t - APRIV_t \quad (8)$$

(Ajuste Patrimonial Líquido)

$$DFL_T = DLSP_T - APL_t \quad (9)$$

(Dívida Fiscal Líquida)

$$\Delta DFL_t = NFSP_t = r_1.DM_T + r_2.ODI_T + r_1'.E.DEB_T - r_2'.E.RES_T - SPRIM_t \quad (10)$$

(Necessidades Nominais de Financiamento do Setor Público)

$$JN_t = r_1.DM_T + r_2.ODI_T + r_1'.E.DEB_T - r_2'.E.RES_T \quad (11)$$

(Juros Nominais)

Onde:

T e (T + 1) = tempo no final do período (referências para estoques);

$t$	= período de tempo entre $T$ e $(T + 1)$ (referência para fluxos);
$\Delta$	= indica variação;
TIT	= estoque dos títulos federais, estaduais e municipais (desagregado por título);
RESG	= volume de resgates da dívida mobiliária (conforme cronograma de vencimentos);
DM	= estoque de dívida mobiliária total;
SPRIM	= superávit primário consolidado do setor público;
RES	= estoque de reservas internacionais (liquidez internacional);
B	= estoque de base monetária líquida dos ativos públicos sem rendimento (arrecadações a recolher e depósitos à vista);
APL	= ajuste patrimonial líquido (ajuste patrimonial menos ajuste privatização);
DLSP	= estoque da dívida líquida do setor público;
ODI	= outras dívidas internas (exclusive dívida mobiliária), líquidas de ativos públicos internos (ativos financeiros);
DEB	= estoque de dívida externa pública bruta;
AP	= ajuste patrimonial ao longo do período $t$ , decorrente da explicitação de dívidas não registradas anteriormente, do ajuste metodológico da dívida externa, etc.;
APRIV	= ajuste privatização ao longo do período $t$ , decorrente do processo de alienação de empresas estatais;
$r_1$	= fatores de atualização dos títulos da dívida mobiliária (DM) (indexadores mais taxas de juros);
$r_2$	= fatores de atualização das outras dívidas internas líquidas (ODI);
$r_1'$	= fator de atualização da dívida externa pública bruta em US\$ (Libor + <i>Spread</i> );
$r_2'$	= taxa de juros que remunera as reservas internacionais (Libor);
E	= taxa de câmbio nominal (dólar comercial venda) de fim de período (estoques), ou média do período (fluxos); e
JN	= juros nominais;

As equações (6), (7) e (9) procuram expressar as posições dos estoques das dívidas do setor público (equações de estoque); e as equações (8), (10) e (11) procuram determinar os fluxos (ajuste patrimonial líquido, necessidades de financiamento e carga de juros).

A equação (6) explicita os determinantes dos componentes de atualização (capitalização) da dívida mobiliária total. Na efetuação dos cálculos, parte-se da dívida mobiliária desagregada em seus diversos títulos e respectivos fatores de atualização. Agregam-se, então, as parcelas e se subtraem do total os resgates, a cada período. Estes últimos são fornecidos pelo cronograma de vencimentos dos títulos públicos, divulgado pelo Banco Central.

As equações (7), (8) e (9) são apenas definições (dívida líquida total, ajuste patrimonial líquido, dívida fiscal líquida), cujos resultados se produzem a partir das equações anteriores, com exceção da equação (8) (ajuste patrimonial líquido).

Finalmente, as equações de fluxos (10) e (11) também derivam das próprias definições relativas às NFSP, em seus diversos conceitos e componentes.

Destaca-se que a Dívida Mobiliária Federal é o principal item da DLSP, não apenas pela magnitude dos estoques, mas também pela dinâmica de crescimento e implicações para as políticas monetária e fiscal.

## **II.5 Impactos da Privatização sobre o Déficit (NFSP “Acima da Linha”)**

O ponto básico desta seção é explicitar e analisar alguns efeitos da privatização sobre as NFSP, apuradas sob a ótica “acima da linha”. Ao privatizar uma empresa, o governo auferir receitas, mas abre mão de dividendos futuros. Este é o fato mais difundido na literatura econômica. Além disso, programas de desestatização, como o brasileiro, geram impactos mais abrangentes sobre as NFSP. Inicialmente, considera-se apenas a alienação de ativos estatais para fins de análise. Posteriormente, são introduzidas as receitas de concessão e outras especificidades.

No Brasil, as receitas arrecadadas com a alienação de ativos públicos não entram no cômputo das NFSP<sup>23</sup>. Logo, essas receitas não reduzem o déficit público diretamente. A redução do déficit se dá de forma indireta. Ocorre que sua contabilização direta no déficit levaria a algumas distorções do ponto de vista fiscal. Por exemplo, se os recursos da privatização forem utilizados para financiarem despesas correntes, sendo encarados como receitas correntes, então poderia haver uma falsa idéia de que o governo estaria adotando uma postura fiscal rígida, quando, na verdade, poderia até estar aumentando gastos. As receitas de concessão têm um tratamento diferenciado, entrando diretamente no resultado primário, ou seja, como receita tributária<sup>24</sup>. Essa metodologia, entretanto, não é adotada uniformemente pelos diversos países. Na Inglaterra, por exemplo, tais receitas entram na contabilidade pública como um gasto negativo, reduzindo, assim, as NFSP [Buiter (1985)].

A análise será iniciada considerando-se uma identidade contábil bastante simplificada. Na formulação utilizada, a privatização de uma estatal impacta as NFSP basicamente de três formas. Primeiro, por meio dos juros que deixam de ser pagos pelo governo, correspondentes às dívidas abatidas com receitas da privatização. Segundo, pela retirada das necessidades de financiamento da empresa privatizada do cálculo das NFSP. Terceiro, pelos dividendos não mais recebidos pelo Tesouro. Estes são, em termos abrangentes, os três principais efeitos da privatização da empresa sobre as NFSP, no curto prazo.

Os três efeitos podem ser descritos como:

$$\Delta N_t = (J_t - J_t^*) + (NFEE_t - NFEE_t^*) - (D_t - D_t^*) \quad (12)$$

Onde:

<sup>23</sup> As receitas de privatização são incluídas na contabilidade pública com sinal negativo no ajuste privatização (um item que compõe a DFL), mas não são contabilizadas diretamente na DLSP.

<sup>24</sup> Isso ocorre porque os recursos provenientes das concessões geram um fluxo de receitas correntes ao longo do tempo e podem ser renovadas, ao passo que as receitas decorrentes de alienações de ativos estatais são, na verdade, receitas de capital, e ocorrem *once for all*. Além disso, concessões de serviços e vendas de ativos públicos afetam a restrição orçamentária intertemporal e o patrimônio líquido do governo de forma diversa.

- $\Delta N$  = redução das NFSP obtida com a privatização<sup>25</sup>;
- $J$  = despesa com o serviço da dívida pública<sup>26</sup>, excluindo-se os encargos financeiros líquidos das empresas estatais (juros da dívida pública, exceto das estatais)<sup>27</sup>;
- NFEE = necessidades de financiamento das empresas estatais;
- $D$  = dividendos recebidos pelo Tesouro; e
- $*$  = caracteriza as variáveis relativas às empresas que permanecem estatais.

O lado esquerdo da equação representa a redução das NFSP, no período  $t$ , devido à alienação da empresa. O primeiro termo do lado direito é o que o governo deixa de pagar em juros pela utilização de receitas de privatização para abater dívida pública. O segundo termo reflete o efeito da retirada das necessidades de financiamento da ex-estatal do cálculo das NFSP. O terceiro termo representa os dividendos não mais recebidos pelo governo, uma vez privatizada a estatal.

Como mostra a equação (12), a contabilização das receitas de privatização, sendo esta definida como a venda de ativos, é feita indiretamente, por meio dos juros correspondentes à dívida abatida. Observa-se também na equação que, para haver uma redução nas NFSP em dado período, é necessário que a redução dos juros da dívida mais a variação das NFEE seja superior aos dividendos que o governo deixa de receber após a privatização da empresa.

No modelo simplificado, o impacto intertemporal da privatização sobre as NFSP corresponderá ao valor presente das reduções das NFSP ao longo de todos os períodos futuros.

Matematicamente, esse impacto pode ser expresso como:

$$\Delta N_{VP} = \sum (J_t - J_t^*) / (1+\delta)^t + \sum (NFEE_t - NFEE_t^*) / (1+\delta)^t - \sum (D_t - D_t^*) / (1+\delta)^t \quad (13)$$

<sup>25</sup> No referencial adotado,  $\Delta N$  positivo indica um ganho para o governo.

<sup>26</sup> Embora constituam itens componentes da dívida pública, os encargos financeiros líquidos das empresas estatais serão excluídos dos juros da dívida pública, uma vez que terão tratamento diferenciado nesta seção.

<sup>27</sup> Entendem-se como encargos financeiros líquidos o diferencial entre os juros nominais devidos pelas empresas estatais e os juros nominais a receber por estas empresas. Os encargos financeiros líquidos das estatais estão contidos nas NFEE.



Onde:

$\Delta N_{VP}$  = valor presente das reduções da NFSP ao longo do tempo; e

$\delta$  = taxa de desconto intertemporal do setor público.

Se  $\Delta N_{VP}$  for positivo, o impacto fiscal intertemporal da privatização será benéfico para o governo, pois estará ocorrendo uma redução das NFSP ao longo do tempo. Se for nulo, não haverá qualquer alteração intertemporal em sua posição orçamentária, e, se for negativo, o setor público estará incorrendo em perdas.

No caso da alienação de uma empresa muito eficiente, o segundo termo da equação poderia inclusive piorar o resultado das NFSP com a privatização. Supondo-se que uma empresa tem uma NFEE nula, as variáveis relevantes passam a ser os juros que deixam de ser pagos pelo governo, referentes à dívida abatida, e os dividendos que este deixa de receber, ambos computados intertemporalmente. Neste último caso, os juros que deixam de ser pagos devem superar os dividendos que deixam de ser recebidos pelo Tesouro Nacional para que haja uma melhora nas NFSP ao longo do tempo. Os juros dependem do preço de venda, da destinação dos recursos da privatização, do resgate de dívidas mais custosas e da taxa de juros incidente sobre a dívida. Os dividendos dependem da rentabilidade da empresa sob gestão pública e da política de distribuição de dividendos adotada pelo governo.

No Brasil, verifica-se que o diferencial entre juros e dividendos tem produzido um efeito positivo sobre as NFSP. Vale dizer, a economia de juros incidente sobre a dívida pública tem sido superior ao valor dos dividendos que o Tesouro tem deixado de arrecadar das empresas privatizadas (ver Capítulo III).

Portanto, de acordo com o modelo simplificado, as privatizações podem reduzir as NFSP intertemporalmente. Os principais efeitos são provenientes dos seguintes fatores: dividendos não mais recebidos pelo governo; juros relativos à dívida pública abatida, que deixam de ser pagos; e necessidades de financiamento da ex-estatal, que saem do cômputo das NFSP.

As NFEE são compostas pelo resultado primário e pelos juros nominais líquidos das empresas estatais, sendo expressas por:

$$NFEE_t = JE_t + PRIMÁRIO_t \quad (14)$$

Suponha-se a alienação de uma empresa, que tem um resultado primário superavitário, mas é devedora em encargos financeiros líquidos – *i.e.*, paga mais juros do que recebe em determinado período. Considerando-se essa hipótese, e explicitando algumas rubricas que compõem as NFEE, tem-se:

$$\begin{aligned} (NFEE_t - NFEE_t^*) &= (JE_t - JE_t^*) - (P_t - P_t^*) + (I_t - I_t^*) + (A_t - A_t^*) + (S_t - S_t^*) \\ &\quad - (T_t - T_t^*) \end{aligned} \quad (15)$$

Onde:

JE = encargos financeiros líquidos das estatais;

P = resultado primário das estatais, excluindo-se despesas com investimentos e impostos e receitas derivadas de transferências correntes e de capital do Tesouro, já explicitados por outras variáveis;

I = investimentos das empresas estatais;

A = aportes de capital do Tesouro nas empresas estatais;

S = transferências correntes mais subsídios mais subvenções do Tesouro;

T = arrecadação de impostos das estatais; e

\* = caracteriza as variáveis relativas às empresas que permanecem estatais;

Neste caso, a equação (12) pode ser expressa por:

$$\begin{aligned} \Delta N_t &= (J_t - J_t^*) + (JE_t - JE_t^*) - (P_t - P_t^*) + (I_t - I_t^*) + (A_t - A_t^*) + (S_t - S_t^*) \\ &\quad - (T_t - T_t^*) - (D_t - D_t^*) \end{aligned} \quad (16)$$

Os termos da equação têm a seguinte interpretação:

- $(J_t - J_t^*)$ : redução do pagamento do serviço da dívida pela utilização de receitas de privatização para abater dívida pública;
- $(JE_t - JE_t^*)$ : redução dos encargos financeiros líquidos<sup>28</sup> das empresas estatais;
- $(P_t - P_t^*)$ : redução de P decorrente da privatização da estatal;
- $(I_t - I_t^*)$ : redução da necessidade de investimentos das empresas estatais;
- $(A_t - A_t^*)$ : redução dos aportes de capital do Tesouro nas empresas estatais;
- $(S_t - S_t^*)$ : redução de transferências, subsídios e subvenções concedidos pelo Tesouro;
- $(T_t - T_t^*)$ : redução na arrecadação tributária das estatais derivada da mudança da empresa para o setor privado; e
- $(D_t - D_t^*)$ : perda de dividendos arrecadados pelo Tesouro decorrente da alienação da estatal.

A maioria dos termos acima têm impactos imediatos sobre as NFSP. Entretanto, a equação (16) está incompleta em relação aos impostos (não inclui a arrecadação tributária sob gestão privada), e pode sofrer alguns desdobramentos adicionais para retratar efeitos que serão percebidos principalmente a médio e longo prazos. O modelo a seguir, baseado em Pinheiro e Giambiagi (1996: 22), ajuda a mostrar esses efeitos, explicitando alguns fatores que refletem a alteração do patrimônio líquido intertemporal do setor público na presença de privatização.

Suponha-se as mesmas hipóteses para o resultado primário e para os encargos financeiros líquidos da empresa privatizada. Sob essas condições, reescrevendo-se a última equação apresentada, com a inclusão das receitas de concessão e de algumas variáveis afetadas pela privatização, que influenciam as contas públicas, chega-se a:

---

<sup>28</sup> Tanto J quanto JE tendem a reduzir a DLSP, quando da privatização da estatal (J, pela utilização de receitas de privatização para abater dívida pública; e JE, pela redução dos encargos financeiros líquidos das estatais, incluídos os juros embutidos nas dívidas transferidas para o setor privado). JE são os juros decorrentes das atividades operacionais normais da empresa.

$$\begin{aligned}
\Delta N_t = & RC_t + (J_t - J_t^*) + (JE_t - JE_t^*) - (P_t - P_t^*) + (I_t - I_t^*) + (A_t - A_t^*) + (S_t - S_t^*) + \\
& + [-\tau_1 r W_t + \tau_1(r^* + \Delta r)W_t^*] + [-\tau_2 VB_t + \tau_2(VB_t^* + \Delta VB)] + \tau_1^p r^p W_t^p + \tau_2^p VB_t^p - \\
& - \theta r W_t + \theta(r^* + \Delta r)W_t^* - \Delta C_t
\end{aligned} \tag{17}$$

$$\Delta N_{VP} = \sum \Delta N_t / (1+\delta)^t \tag{18}$$

Onde:

- RC = receitas de concessão, inclusive as de períodos anteriores;
- N = necessidades de financiamento do setor público sob a ótica “acima da linha”;
- $\Delta N$  = redução em N obtida com a privatização;
- J = despesa com o serviço da dívida pública, excluindo-se os encargos financeiros líquidos das empresas estatais (juros da dívida, exceto das estatais);
- JE = encargos financeiros líquidos das estatais;
- P = resultado primário das estatais, excluindo-se despesas com investimentos e impostos e receitas derivadas de transferências correntes e de capital do Tesouro, já explicitados por outras variáveis;
- I = investimentos das empresas estatais;
- A = aportes de capital do Tesouro nas empresas estatais;
- S = transferências, subsídios e subvenções concedidos pelo Tesouro para as estatais;
- C = gastos correntes do governo;
- $\theta$  = parcela do retorno, líquida de impostos, distribuída como dividendos para o Tesouro pela estatal;
- r = rentabilidade do patrimônio líquido alienado obtida pelo Estado, antes do pagamento de impostos (rentabilidade da empresa nas mãos do setor público);
- W = valor do patrimônio alienado;
- $\tau_1$  = alíquota de tributação média sobre o retorno das estatais nas mãos do governo;
- $\tau_2$  = alíquota de tributação média sobre as receitas de venda de bens e serviços das estatais nas mãos do governo;

- VB = vendas brutas de bens e serviços da empresa nas mãos do governo;
- \* = caracteriza as variáveis relativas às empresas que permanecem estatais;
- $\rho$  = as variáveis com este subscrito têm a mesma definição, mas referem-se à empresa nas mãos do setor privado;
- $A^*$  = mudança no volume de transferências de capital para as estatais remanescentes, que passa a ocorrer a partir da privatização da empresa;
- $W^*$  = patrimônio detido pelo Estado nas empresas que permanecem estatais;
- $r^*$  = rentabilidade média auferida sobre o patrimônio líquido remanescente do governo, antes do pagamento de impostos;
- $\Delta r$  = mudança na rentabilidade das estatais que pode ser motivada pela privatização;
- $\Delta VB$  = mudança nas vendas de bens e serviços das estatais que pode ser motivada pela privatização;
- $VB^p$  = vendas brutas de bens e serviços da empresa nas mãos do setor privado;
- $\delta$  = taxa de desconto do setor público; e
- $\Delta N_{VP}$  = valor presente das reduções das NFSP ao longo do tempo<sup>29</sup>.

No momento da privatização, o governo recebe a receita de concessão, ou a receita de venda da estatal<sup>30</sup>. Os impactos fiscais da utilização desses recursos sobre as NFSP serão percebidos no próprio período e em períodos posteriores.

Matematicamente, a receita decorrente da alienação do ativo estatal pode ser definida como  $(1 + \Pi)V$ , sendo que  $\alpha(1 + \Pi)V$  é o montante utilizado para abater dívida pública.

Onde:

- $1 + \Pi$  = ágio sobre o valor econômico da empresa para o Estado obtido quando da venda da estatal;
- $V$  = valor econômico do patrimônio líquido alienado do ponto de vista do Estado; e

<sup>29</sup> Segundo Pinheiro e Giambiagi (1996: 24), este termo pode ser interpretado como o valor presente do ajuste fiscal obtido com a privatização.

<sup>30</sup> Observe-se que tais pagamentos podem ser parcelados.

$\alpha$  = parcela da receita de venda do ativo utilizada para abater dívida pública.

O primeiro termo do lado direito da equação (17) representa as receitas de concessão. Como antes mencionado, apesar das receitas auferidas com alienações de ativos não serem computadas diretamente nas NFSP, tal fato não ocorre com as receitas de concessão, que são contabilizadas como uma receita corrente. Se a privatização decorre apenas da venda de ativos, o termo RC é nulo. Nesse caso, o impacto das receitas de privatização sobre as NFSP será captado via juros.

O segundo termo representa a redução no pagamento de juros, por meio do abatimento de dívida pública com recursos da privatização. A utilização de receitas de privatização para abater dívida pública atua tanto no sentido de reduzir a carga de juros incidente sobre a dívida, como na redução do seu estoque. Potencialmente, as privatizações podem contribuir para a redução das taxas de juros incidentes sobre a dívida, principalmente quando são parte integrante de um amplo programa envolvendo grandes montantes de recursos. No caso brasileiro, o efeito sobre as taxas de juros ocorre via expectativas dos agentes econômicos, com desdobramentos no médio e longo prazos, sendo essa uma característica comum aos grandes programas de privatização realizados nos diversos países.

As variações dos diversos itens que compõem as NFEE são representadas do terceiro ao nono termos. Na variação das NFEE podem-se destacar como principais efeitos: as reduções dos juros nominais líquidos e do resultado primário das estatais; a economia com investimentos decorrente da alienação da empresa; as reduções dos aportes de capital e transferências correntes feitos pela União; e a diferença de arrecadação tributária derivada da privatização da empresa. Destaca-se, ainda, que as dívidas transferidas para o setor privado carregam parte de JE.

O décimo e o décimo-primeiro termos poderão espelhar possíveis aumentos de arrecadação de tributos sobre o resultado e as receitas de venda de bens e serviços, proporcionados pelo aumento de eficiência, produção e rentabilidade da ex-estatal.

O décimo-segundo termo representa a perda dos dividendos esperados, caso a empresa permanecesse nas mãos do governo, e o décimo-terceiro significa os dividendos que o Tesouro passa a receber após a privatização. Este último termo pode refletir possíveis mudanças no comportamento das empresas que permanecem estatais em função da privatização de outras empresas. Como exemplo, pode ocorrer aumento nos dividendos recebidos pelo Tesouro, devido à melhoria de rentabilidade das empresas que continuam estatais. Por fim, o último termo representa os gastos do governo.

Os termos  $r^p$  e  $\Delta r$  espelham a possibilidade de o Estado obter ganhos com o programa. Seus impactos sobre as NFSP são captados, em geral, a médio e longo prazos<sup>31</sup>. Em relação a  $r^p$ , isso vai depender de duas hipóteses sobre o comportamento futuro da empresa: “a) que, caso a empresa continuasse sendo estatal, a rentabilidade do acionista majoritário continuaria sendo baixa; e b) que, sob controle privado, essa rentabilidade tornar-se-ia maior” [Pinheiro e Giambiagi (1996)]. Portanto, tais ganhos vão depender do diferencial de rentabilidades da empresa sob controle público e privado e da melhoria de desempenho das estatais remanescentes.

Raciocínio análogo é aplicado à arrecadação de impostos, item que também depende das rentabilidades sob gestão pública e privada, bem como de  $\Delta VB$ ,  $W^p$  e  $VB^p$ . Além disso, em alguns países, há tratamento tributário diferenciado para empresas do setor público e privado, o que será captado em  $\tau_1^p$  e  $\tau_2^p$ , gerando expectativa de maior arrecadação de impostos no futuro.

Enfim, no período em que a estatal é vendida, e nos subseqüentes, as NFSP são reduzidas como resultado de:

- a) receitas de concessão;
- b) redução do pagamento de juros da dívida pública em função de resgates feitos com receitas de privatização;
- c) redução dos juros nominais líquidos das empresas estatais;

---

<sup>31</sup> No caso de algumas empresas, este fato já ocorre no curto prazo (*e.g.*, CVRD).

- d) redução da taxa de juros incidente sobre a dívida remanescente, supondo-se a melhoria das expectativas dos agentes, sendo este um efeito não necessariamente imediato;
- e) redução dos investimentos realizados pelas estatais;
- f) redução dos aportes de capital do Tesouro;
- g) redução de transferências correntes, subsídios e subvenções do Tesouro;
- h) melhoria de rentabilidade das empresas que permanecem sob controle do Estado; e
- i) aumento potencial da arrecadação de impostos pela ex-estatal e pelas empresas que permanecem estatais;

São aumentadas em razão de:

- a) fim do fluxo de dividendos pagos ao Tesouro pela ex-estatal; e
- b) redução do resultado primário das estatais (considerando-se as hipóteses anteriores).

As NFSP podem ainda ser aumentadas em função de:

- a) aumento de gastos correntes, se recursos da privatização forem utilizados para financiarem esses gastos; e
- b) aumento de investimentos nas empresas que permanecem estatais com receitas de privatização.

Nos períodos seguintes a  $t$ , têm-se basicamente os mesmos fatores de redução e expansão das NFSP com a privatização. Entretanto, somam-se à redução do estoque da dívida menores necessidades de financiamento em períodos subsequentes. Isso indica que o impacto da privatização sobre a dívida pública não resulta apenas dos resgates efetuados no período da venda e das dívidas transferidas para o setor privado, mas também das reduções nas NFSP em períodos futuros.

Podem ser explicitadas, ainda, as equações:

$$V = rW_t(1 + \delta)/\delta \quad (19)$$



$$V^p = r^p(1 - \tau^p)W_t(1 + \delta^p)/\delta^p \quad (20)$$

$$1 + \Pi = V^p/V = [r^p(1 - \tau^p)(1 + \delta^p)/r(1 + \delta)][\delta/\delta^p] \quad (21)$$

Onde:

$\delta$  = taxa de desconto intertemporal do setor público;

$\delta^p$  = taxa de desconto intertemporal do setor privado; e

$V^p$  = valor econômico do patrimônio alienado do ponto de vista do setor privado.

As equações (19) e (20) mostram que o valor econômico da empresa é dado pelo fluxo descontado dos lucros que se espera auferir com a mesma. Três observações sobre esse ponto são relevantes. Primeiro, o valor econômico sob as óticas dos setores público e privado não coincide, necessariamente, com o patrimônio investido na empresa ao longo dos anos. Segundo, o patrimônio líquido total investido na empresa não coincide, necessariamente, com o patrimônio líquido da União (ver Anexos VI e VII). Terceiro, o retorno relevante sob a ótica do Estado é o de antes do pagamento dos impostos. Já para o investidor privado, é o líquido de taxaço.

Os termos  $\delta$  e  $\delta^p$  indicam que as taxas de desconto intertemporal para os setores públicos e privado podem diferir. Na verdade, isso é o que normalmente ocorre. Além disso, as taxas de desconto indicam que um superávit no presente é mais valioso do que um superávit futuro, de mesmo valor. A taxa de desconto do setor público ( $\delta$ ) indica, também, a urgência em reduzir-se o déficit [Pinheiro e Giambiagi (1996: 24)].

O fato de que uma empresa pode ser vendida com ágio é refletido pelo termo  $1 + \Pi$ . Isso ocorre quando o valor econômico para o setor privado é maior do que para o setor público, elevando o preço de venda. Um maior preço de venda tem efeitos indiretos – via juros – sobre as NFSP e, como antes salientado, sobre a restrição orçamentária intertemporal do governo.

## II.6 Algumas Evidências Empíricas

As NFSP são influenciadas pelos déficits e superávits primários das empresas estatais, bem como pelos seus encargos financeiros líquidos que, somados aos resultados primários, correspondem ao conceito de NFEE. Logo, o impacto fiscal da privatização sobre as NFSP deve considerar esses dois efeitos, já que as empresas alienadas deixam de ser contabilizadas nas estatísticas do déficit público.

Em tese, a privatização de uma empresa muito eficiente poderia até piorar o resultado das contas públicas, devido à retirada das necessidades de financiamento dessa empresa do cálculo do déficit público. Entretanto, esse fato pode ser compensado se houver a expectativa de que a empresa se tornará mais eficiente sob gestão privada, o que faria com que os compradores estivessem dispostos a pagar ágios sobre o preço mínimo de venda  $[(1 + \Pi)]$ , no modelo apresentado na seção anterior]. Nesse caso, o Estado auferiria um ganho patrimonial, pois os investidores pagariam uma taxa de desconto maior do que aquela que prevaleceria se a empresa permanecesse estatal. Considerando-se essa última hipótese, o valor que o governo arrecadaria, somado ao da redução de juros decorrente do abatimento de dívida pública, geraria um valor presente maior do que o fluxo descontado de lucros, caso a empresa permanecesse nas mãos do Estado [Giambiagi e Além (1999: 312)]. Além disso, se a empresa tornar-se mais eficiente após a privatização, ter-se-á, no médio e longo prazos, maior arrecadação tributária, melhorando a restrição orçamentária intertemporal do governo.

A Tabela 1 mostra as NSFP das três esferas de governo e das empresas estatais (NFEE), no período 1994-1999. Observa-se, na tabela, uma queda progressiva das NFEE nominais a partir de 1995, ocasionada principalmente pela trajetória descendente que os juros nominais passaram a apresentar. Em 1999, estes juros se elevam, como consequência dos efeitos da desvalorização cambial. Entretanto, devido ao bom desempenho do resultado primário das estatais, as NFEE registraram superávit (-0,1% do PIB), pela primeira vez, nesse ano<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> Destaca-se que a queda das NFEE, no período, não pode ser atribuída exclusivamente às privatizações, uma vez que as necessidades de financiamento das estatais foram influenciadas pelos resultados de empresas como Petrobras, Telebrás e Eletrobrás (embora as duas últimas estivessem incluídas no programa). A partir de 1998, e após a privatização da Telebrás, os resultados da Petrobras passaram a contribuir decisivamente para a melhoria das NFEE. Em 1999, por exemplo, os efeitos da desvalorização cambial sobre as receitas da Petrobras tiveram

**Tabela 1**  
**NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO - NFSP**  
**1994 - 1999**

ESFERA DE GOVERNO		(Em % do PIB)					
		Ano					
		1994	1995	1996	1997	1998	1999
Governo Federal e BACEN	NFSP	10,2	2,3	2,6	2,6	5,4	6,6
	Juros Nominais	13,4	2,9	2,9	2,4	6,0	8,8
	NFSP Primárias	-3,3	-0,6	-0,4	0,2	-0,6	-2,2
Governos Estaduais e Municipais	NFSP	12,1	3,6	2,7	3,0	2,0	3,0
	Juros Nominais	12,8	3,4	2,2	2,3	1,8	3,2
	NFSP Primárias	-0,8	0,2	0,5	0,7	0,2	-0,2
Empresas Estatais (NFEE)	NFSP	4,7	1,3	0,6	0,4	0,5	-0,1
	Juros Nominais	5,9	1,2	0,7	0,5	0,2	0,5
	NFSP Primárias	-1,2	0,1	-0,1	-0,1	0,3	-0,6
<b>TOTAL</b>	NFSP Total	27,0	7,2	5,9	6,1	7,9	9,5
	Juros Nominais	32,2	7,5	5,8	5,2	7,9	12,5
	NFSP Primárias	-5,2	-0,3	0,1	0,9	0,0	-3,0

Fonte: BACEN/MF. Elaboração do Autor.

OBS: O sinal negativo representa superávit.

Verifica-se que, a partir de 1996, junto com o avanço do programa de privatização, há uma melhora mais sensível nas necessidades de financiamento das estatais. Grande parte das empresas estatais federais deficitárias haviam sido privatizadas, liquidadas ou extintas. Outras estatais federais já encontravam-se parcialmente ajustadas. Além disso, a entrada dos estados e municípios no programa, em 1996, teve impactos bastante positivos sobre as NFEE, tendo em vista que os principais desequilíbrios das estatais concentravam-se naquelas esferas de governo<sup>33</sup>.

As NFEE nominais, os juros nominais e o resultado primário das estatais registraram médias de 0,4%, 0,5% e -0,1% do PIB, respectivamente, no período 1996-1999. O programa de privatização também teve participação nesse processo de melhoria das necessidades de financiamento das estatais. Embora a Petrobras tivesse influenciado este indicador fiscal, a

---

grande influência no resultado primário das estatais. Isso porque essa empresa tem seu produto remunerado pelo preço do dólar convertido pela taxa de câmbio vigente. Logo, a desvalorização cambial implicou um incremento da receita da Petrobras, o que ocasionou um aumento no superávit primário das estatais.

<sup>33</sup> Conforme apontam Pinheiro e Giambiagi (1996: 11), as estatais federais apresentaram um superávit operacional de 0,1% do PIB no período 1988-1994, enquanto as estaduais e municipais tiveram um déficit operacional de 0,8% do PIB. Em períodos de inflação elevada, como o enfocado pelos autores, as NFEE medidas no conceito operacional refletem de modo mais realista a situação fiscal das estatais.

partir de 1998, os resultados antes expostos dificilmente seriam alcançados sem a ocorrência dos seguintes eventos: privatização, liquidação ou extinção de empresas cronicamente deficitárias; melhoria no desempenho das empresas que permaneceram estatais; e entrada dos estados no programa<sup>34</sup>.

A privatização libera o setor público da responsabilidade de novos investimentos que, antes de gerarem qualquer resultado, impactariam as NFEE negativamente. Assim, apenas o fato de o Estado passar a responsabilidade de investir para o setor privado tem impacto fiscal positivo. Além disso, no caso de empresas deficitárias, o Tesouro Nacional – na posição de acionista majoritário – se exime da responsabilidade de realizar novos aportes de capital para investimentos em tais empresas.

Observa-se, na Tabela 2, que, no período 1992-1998, praticamente todo o investimento realizado nas estatais federais ocorreu nos principais grupos (CVRD, Petrobras, Telebrás e Eletrobrás). A retirada da CVRD e Telebrás das mãos do Estado proporcionou uma redução nas NFEE, por conta do efeito da transferência de investimentos para a responsabilidade do setor privado, principalmente no caso da Telebrás<sup>35</sup>. Por outro lado, como ambas as empresas eram eficientes sob gestão pública, seus resultados primários positivos deixaram de ser contabilizados nas NFEE. Entretanto, tais perdas têm sido compensadas, pois essas empresas têm apresentado desempenhos ainda melhores sob controle privado<sup>36</sup>, proporcionando maiores

---

<sup>34</sup> No caso das estatais estaduais e municipais, houve efetivamente uma redução em suas necessidades de financiamento, em razão das desestatizações, de acordo com dados do Banco Central. O bom desempenho da Telebrás também contribuiu favoravelmente para o resultado das NFEE em 1996 e 1997 (período pré-privatização). Nesses dois anos, em particular, segundo relatórios do DEST/MPO, Telebrás e Eletrobrás tiveram um peso elevado nas NFEE (a Eletrobrás apresentou bons resultados em 1996 e 1997).

<sup>35</sup> Argumenta-se, com certa frequência, que o Tesouro Nacional injetou cerca de R\$ 21 bilhões na Telebrás nos três últimos anos em que a empresa permaneceu sob controle estatal, visando prepará-la para a privatização, o que teria amortecido ou anulado os impactos fiscais positivos da venda dessa empresa. Sobre esse argumento, pode-se tecer os seguintes comentários. Primeiro, os investimentos foram realizados com recursos próprios ou via operações de financiamento de curto e longo prazos, junto ao setor privado. Segundo, como pode ser observado na Tabela 2, a Telebrás respondeu pela maior parte dos investimentos anuais realizados pelo conjunto das estatais no período 1992-1998. Isso se deve ao fato de que o setor de telecomunicações é um dos mais dinâmicos tecnologicamente, tendo experimentado profundas transformações técnicas e grandes avanços nos últimos anos. O esforço de atualização tecnológica é fundamental para uma empresa desse setor, seja para ganhar mercados, aumentar o volume de vendas ou reduzir custos. Além disso, trata-se de um setor intensivo em capital, o que exige uma elevada carga de investimentos. Terceiro, as evidências mostram que a grande atratividade do setor de telecomunicações e os investimentos realizados proporcionaram um ágio elevado sobre o preço mínimo definido para o leilão, aumentando o preço de venda.

<sup>36</sup> A CVRD, por exemplo, dois anos após a privatização, tinha praticamente dobrado o seu lucro líquido.

arrecadações de tributos (diretos e indiretos) e contribuindo, portanto, para a melhoria dos resultados primários das outras esferas de governo.

**Tabela 2**

**INVESTIMENTOS DAS EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS - 1992/98**

R\$ Milhões de 1999.							
<b>Grupos/Sistemas</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>
Grupo CVRD	711	549	425	486	585	39	
Grupo Eletrobras	3.617	2.616	2.117	1.655	1.785	2.294	3.208
Grupo Petrobras	4.918	4.395	3.583	3.995	4.442	4.787	4.787
Grupo Telebras	6.785	6.113	5.541	5.218	8.515	8.639	5.555
<b>PRINCIPAIS GRUPOS</b>	<b>16.032</b>	<b>13.672</b>	<b>11.665</b>	<b>11.354</b>	<b>15.327</b>	<b>15.759</b>	<b>13.550</b>
Sistema Financeiro	497	977	970	669	246	807	1.446
Sistema Ferroviário	361	145	104	14	53	76	8
Sistema Portuário	277	160	105	124	153	320	310
Itaipu Binacional	1.202	1.027	136	122	16		
Outras Empresas	816	180	152	123	229	426	396
<b>DEMAIS EMPRESAS E SISTEMAS</b>	<b>3.153</b>	<b>2.488</b>	<b>1.466</b>	<b>1.051</b>	<b>698</b>	<b>1.628</b>	<b>2.160</b>
<b>Total</b>	<b>19.185</b>	<b>16.161</b>	<b>13.131</b>	<b>12.405</b>	<b>16.025</b>	<b>17.387</b>	<b>15.709</b>

Fonte: DEST/MPO. Elaboração do Autor. Inflator: IGP-DI Médio Ano.

Pinheiro e Giambiagi (1996) calcularam a rentabilidade média do Setor Produtivo Estatal – SPE, no período 1981-1994, em -2,5%. Esse valor resultou de uma rentabilidade média positiva de 6,5% dos principais grupos (CVRD, Eletrobrás, Petrobras e Telebrás) e uma rentabilidade média negativa de -29,1% das demais empresas. Os autores concluíram que, no período considerado, a empresa mais lucrativa foi a CVRD, e a menos lucrativa foi a Eletrobrás, com rentabilidades médias de 8,9% e 5,1%, respectivamente. Lima (1998: 45) calculou a rentabilidade média das 500 maiores empresas, no mesmo período, em 7,8%. Depreende-se, a partir dos resultados dos autores citados, que apenas os grandes grupos apresentaram desempenho satisfatório em termos financeiros e que as demais empresas, no seu conjunto, foram fonte de déficits recorrentes para o governo.

Quando se analisa o período 1990-1993, verifica-se que tanto os principais grupos, quanto as demais empresas, apresentaram desempenhos abaixo dos registrados no período acima. Tal fato se deve, entre outros fatores, a problemas na condução da política econômica. A Telebrás e a Eletrobrás foram as empresas mais e menos lucrativas, respectivamente.

A partir de 1994, com a intensificação das desestatizações e o enxugamento da máquina administrativa da Administração Indireta, a situação muda de figura. Processos de liquidação, extinção e privatização de empresas que apresentavam déficits crônicos foram concluídos, melhorando a posição das demais empresas, que registraram uma rentabilidade média de -9,8% no período<sup>37</sup>. Os principais grupos também melhoraram suas rentabilidades médias, impulsionados pela Telebrás e Petrobras. O SPE, como um todo, passou a apresentar rentabilidades anuais positivas. Esses resultados parecem corroborar argumentos teóricos de que grandes programas de privatização, como o brasileiro, melhoram o desempenho das empresas que permanecem estatais. Este fato é captado pelo termo  $(r^* + \Delta r)^{38}$  da seção anterior. Verifica-se, também, que a CVRD e a Telebrás aumentaram suas rentabilidades no ano anterior à privatização, o que mostra que algumas empresas tendem a tornar-se mais rentáveis no período pré-privatização.

**Tabela 3**  
**SETOR PRODUTIVO ESTATAL (SPE)**  
**Lucro Líquido / Patrimônio Líquido - 1990/98**

EMPRESAS										(Em %)	
	Ano									Média	Média
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1990/93	1994/98
<b>PRINCIPAIS GRUPOS</b>	5,1	0,4	1,8	3,3	4,2	2,3	5,7	8,1	4,2	2,7	4,9
CVRD (Privatizada em Mai/97)	4,3	4,0	4,5	4,0	6,7	3,1	5,1			4,2	5,0
ELETOBRAS (PND)	1,5	0,4	1,6	1,1	2,8	1,1	4,0	5,5	3,3	1,2	3,3
PETROBRAS	8,8	-2,0	0,5	5,1	9,1	2,9	3,3	7,2	6,6	3,1	5,8
TELEBRAS (Privatizada em Ago/98)	9,9	1,3	2,4	8,1	3,1	4,7	11,0	13,8		5,4	8,2
<b>DEMAIS EMPRESAS DO SPE</b>	-150,7	-5,7	-23,1	-97,6	4,3	-8,2	-43,4	-3,0	1,4	-69,3	-9,8
<b>SETOR PRODUTIVO ESTATAL</b>	-25,8	-1,5	-1,7	-7,8	4,2	1,4	2,5	6,2	3,5	-9,2	3,6

Fonte: DEST/MPO. Até 1994, extraído de Pinheiro e Giambiagi. Após 1994, elaboração do Autor.

<sup>37</sup> Empresas como a RFFSA, CBTU, CDRJ e CDC, entre outras, contribuíram para o resultado negativo das demais empresas ao longo dos anos 90. A RFFSA e CDRJ melhoraram seus resultados em 1998.

<sup>38</sup> Sendo que  $r^*$  representa a rentabilidade média auferida sobre o patrimônio líquido remanescente do governo; e  $\Delta r$  a mudança de rentabilidade que pode ser motivada pela privatização. Da Tabela 3, conclui-se que  $\Delta r > 0$ , no período 1994-1998, tendo havido melhora na rentabilidade das empresas que permaneceram sob controle do Estado.

Quanto aos dividendos, estes são os retornos da União sobre o capital aplicado em suas empresas estatais (decorrentes de suas participações majoritárias e minoritárias). A literatura econômica tem enfatizado que, quando uma empresa é alienada, o governo auferir as receitas de venda, mas perde dividendos futuros. Os Anexos IV e V mostram que a perda de dividendos tem sido pouco expressiva, em razão das privatizações brasileiras<sup>39</sup>. No Brasil, a perda de valorização patrimonial futura é, provavelmente, mais relevante, no caso das empresas lucrativas.

Observa-se, nos anexos antes mencionados, que as duas empresas responsáveis pelos picos de arrecadação de dividendos, nos dois últimos anos considerados, foram o BNDES e a Eletrobrás<sup>40</sup>. Verifica-se, também, que os dividendos recebidos pelo Tesouro de suas participações minoritárias são inexpressivos, mesmo quando comparados àqueles arrecadados de suas participações majoritárias.

Pinheiro e Giambiagi (1996) concluíram que o Tesouro obteve um retorno médio, no período 1988-1994, de 0,4%, nas empresas sobre as quais detinha controle acionário direto. Mesmo considerando-se apenas as empresas que constituíam os grandes grupos do SPE, o maior retorno médio (CVRD) situou-se apenas em 1,7%. Os recursos que efetivamente ingressaram no caixa do Tesouro foram, portanto, bem inferiores ao patrimônio líquido da União e aos lucros das empresas no período. A Tabela 4<sup>41</sup> mostra os retornos auferidos pela União com os grandes grupos no período 1990-1998.

---

<sup>39</sup> Verifica-se nos referidos anexos que, a partir de 1996, há um aumento na arrecadação de dividendos pelo Tesouro Nacional. Tal fato se deve à mudanças implementadas nos estatutos sociais das empresas sobre as quais a União detém/detinha o controle acionário direto, obrigando-as a distribuírem, no mínimo, 25% do lucro líquido como dividendos.

<sup>40</sup> O BNDES tem apresentado maior estabilidade na transferência de dividendos para o Tesouro Nacional do que a Eletrobrás.

<sup>41</sup> Para a elaboração da Tabela 4, utilizou-se o Anexo IV, no qual os valores são registrados pelo critério de competência.

**Tabela 4**

**PRINCIPAIS GRUPOS DO SETOR PRODUTIVO ESTATAL (SPE)**  
**Dividendos da União / Patrimônio Líquido da União - 1990/98**

GRUPOS											(Em %)
	Ano										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Média 1990/93	Média 1994/98
CVRD (Privatizado em Mai/97)	1,2	1,1	0,6	0,7	1,1	1,3	2,5			0,7	1,6
ELETROBRAS (PND)	0,4	0,0	0,3	0,2	0,4	0,2	0,9	3,1	0,5	0,2	1,0
PETROBRAS	0,9	0,1	0,4	0,4	0,7	0,7	1,0	1,1	2,3	0,4	1,2
TELEBRAS (Privatizado em Ago/98)	0,5	0,3	2,5	0,4	0,4	0,6	2,0	2,3		0,8	1,3

Fonte: DEST/MPO. Até 1994, extraído de Pinheiro e Giambiagi. Após 1994, elaboração do Autor.

Alguns pontos da Tabela 4 merecem destaque. O primeiro refere-se à alta retenção de lucros das empresas, quando se comparam as Tabelas 3 e 4, o que depende da política de distribuição de dividendos do acionista majoritário, o Tesouro Nacional. Isso pode ocorrer, por exemplo, para forçar os acionistas minoritários a reinvestirem os dividendos a que teriam direito na empresa, ou seja, para forçar a realização de novos investimentos com recursos próprios da estatal, o que tem impactos positivos sobre as contas públicas<sup>42</sup>. Além disso, alguns autores ressaltam a importância de os lucros retidos financiarem projetos com valor presente positivo. Mais investimentos com valor presente positivo representam maiores lucros, maior valoração patrimonial da empresa e mais dividendos no futuro. O segundo destaque refere-se à maior distribuição de dividendos no período 1994-1998, comparando-se com o início da década de 90. Os principais motivos foram: o aumento de rentabilidade das empresas; e a alteração na política de distribuição de dividendos implementada pelo Tesouro, que provocou mudanças nos estatutos sociais das estatais federais. Entretanto, mesmo considerando-se apenas os grandes grupos, os retornos da União em seus investimentos estatais, sob a forma de dividendos, foram reduzidos no período 1994-1998.

<sup>42</sup> Isso acontece porque reduziria a necessidade da empresa recorrer a financiamentos de curto e longo prazos, junto ao setor privado, para a realização de investimentos. Além disso, reduziria a necessidade de possíveis aportes de capital do Tesouro Nacional na empresa, para investimentos. Nos dois casos, ocorre redução no endividamento público.



Observa-se nas Tabelas 3 e 4 que, no ano anterior ao da privatização, a CVRD e a Telebrás, além de aumentarem suas rentabilidades, distribuíram mais dividendos ao acionista controlador.

A Tabela 5 mostra os valores das transferências correntes e de capital, no período 1990-1998. Verifica-se que os valores de ambos são ínfimos em relação aos das demais variáveis. Conforme apontam Pinheiro e Giambiagi (1996: 12): “(...) com o avanço da privatização e o enxugamento de alguns órgãos, é natural que todas as variáveis do SPE percam peso em relação ao PIB. No caso das variáveis em questão, entretanto, esse movimento foi muito mais acentuado”.

A referida tabela registra, também, reduções nos encargos financeiros das estatais federais e nas despesas com pessoal, um fato esperado, tendo em vista os efeitos do programa de privatização sobre as empresas que permanecem estatais. Quanto aos tributos e encargos parafiscais, apesar do grande número de empresas privatizadas, a queda não foi tão acentuada.

Os dados mostram que o governo paga uma taxa de juros sobre a dívida pública bem superior à taxa de retorno de seus investimentos nas empresas estatais; que a rentabilidade das estatais, no seu conjunto, é baixa; e que os retornos da União sobre o capital investido em suas empresas têm sido muito reduzidos<sup>43</sup>. Portanto, sob as óticas financeira e fiscal, a manutenção de muitas das empresas estatais representaria um custo de oportunidade para o governo e não contribuiria para o esforço de equacionamento das contas públicas do país<sup>44</sup>.

Ressalta-se que, independentemente da existência de desequilíbrios entre remunerações de ativos e passivos do setor público e de outros fatores, a privatização ainda teria um papel a

---

<sup>43</sup> Os dividendos recebidos pelo Tesouro são contabilizados como receita no resultado primário do governo, e são muito inferiores aos juros pagos pela dívida pública.

<sup>44</sup> O enfoque aqui é puramente financeiro e fiscal, abstraindo-se quaisquer considerações de cunho social ou estratégico. Muitas estatais desempenharam, ou continuam desempenhando um importante papel na sociedade. Outras contribuíram para o desenvolvimento e a formação de um parque industrial no país, como as empresas do Setor Siderúrgico. Entretanto, nos dias atuais, face às mudanças na conjuntura mundial, manter muitas dessas empresas tornou-se praticamente insustentável para o governo, comprometendo a qualidade dos serviços prestados à população e ao país.

desempenhar, ao garantir uma transição mais confortável rumo a uma situação de equilíbrio duradouro das finanças públicas. Conforme aponta Lima (1998: 269):

“(...) mesmo que as empresas estatais fossem um negócio razoável para o governo, pagando uma taxa de retorno pelo menos igual aos juros que o governo paga por sua dívida, ainda assim compensaria privatizar a fim de garantir uma transição entre a atual fase (...) até uma situação mais confortável com as reformas constitucionais surtindo plenos efeitos.”

**Tabela 5**

**DISPÊNDIOS E RECURSOS DAS EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS (1990 - 1999)**

**Consolidado das Empresas**

(Em % do PIB)

ESPECIFICAÇÃO	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>DISPÊNDIOS/APLICAÇÕES</b>										
<b>DISPÊNDIOS DE CAPITAL</b>	<b>2,47</b>	<b>3,87</b>	<b>3,38</b>	<b>2,84</b>	<b>2,46</b>	<b>2,15</b>	<b>2,57</b>	<b>2,45</b>	<b>2,78</b>	<b>1,73</b>
INVESTIMENTOS	1,57	2,16	2,22	1,86	1,50	1,30	1,62	1,64	1,40	0,83
AMORTIZAÇÕES - PRINCIPAL	0,62	0,83	0,58	0,56	0,57	0,46	0,44	0,33	0,66	0,28
OUTROS DISP. DE CAPITAL	0,28	0,89	0,59	0,42	0,39	0,39	0,51	0,47	0,72	0,63
<b>DISPÊNDIOS CORRENTES</b>	<b>11,23</b>	<b>12,65</b>	<b>14,37</b>	<b>12,91</b>	<b>8,50</b>	<b>6,50</b>	<b>6,74</b>	<b>5,99</b>	<b>5,48</b>	<b>5,58</b>
PESSOAL	2,14	2,09	2,16	2,08	1,66	1,46	1,35	1,11	0,92	0,64
MATERIAIS E PRODUTOS	2,06	2,31	2,41	2,12	1,88	1,51	1,79	1,24	0,94	1,62
SERVIÇOS DE TERCEIROS	0,98	1,07	1,09	0,96	0,89	0,80	0,81	0,73	0,69	0,55
TRIBUTOS E IMP. PARAFISCAIS	1,99	2,71	2,57	2,28	2,07	1,79	1,92	2,24	2,18	1,73
ENCARGOS FINANCEIROS	2,82	2,31	2,76	1,33	0,58	0,41	0,43	0,27	0,25	0,28
OUTROS DISP. CORRENTES	1,24	2,17	3,38	4,15	1,42	0,53	0,44	0,40	0,50	0,77
VALORES DE TERCEIROS/APLICAÇÕES CMN	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL DISPÊNDIOS/APLICAÇÕES</b>	<b>13,70</b>	<b>16,52</b>	<b>17,75</b>	<b>15,75</b>	<b>10,96</b>	<b>8,65</b>	<b>9,32</b>	<b>8,44</b>	<b>8,26</b>	<b>7,32</b>
<b>RECURSOS</b>										
<b>RECEITAS</b>	<b>12,77</b>	<b>15,73</b>	<b>17,17</b>	<b>15,60</b>	<b>10,89</b>	<b>8,04</b>	<b>8,62</b>	<b>8,09</b>	<b>7,12</b>	<b>7,00</b>
SUBSÍDIOS DO TESOUREO	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,04	0,02	0,00
VENDA DE BENS E SERVIÇOS	9,22	11,84	13,40	10,71	8,58	7,13	7,60	7,10	6,27	6,12
DEMAIS OPERACIONAIS	0,50	0,48	0,46	0,78	0,38	0,30	0,15	0,16	0,15	0,13
NÃO OPERACIONAL	3,04	3,40	3,30	4,10	1,93	0,60	0,86	0,79	0,69	0,76
<b>RECURSOS P/ AUMENTO DO PL</b>	<b>0,24</b>	<b>0,88</b>	<b>0,48</b>	<b>0,77</b>	<b>0,47</b>	<b>0,17</b>	<b>0,27</b>	<b>0,25</b>	<b>0,10</b>	<b>0,02</b>
TESOURO	0,06	0,43	0,12	0,11	0,02	0,01	0,01	0,04	0,02	0,01
F.N.D.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
PARTIC. NO CAPITAL - EMP. ESTATAIS	0,01	0,04	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00
PARTIC. NO CAPITAL - MERC. ABERTO	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
OUTROS	0,17	0,42	0,26	0,66	0,45	0,15	0,25	0,21	0,05	0,00
<b>RETORNO DE APLICAÇÕES FINANC. A LP</b>	<b>0,11</b>	<b>0,11</b>	<b>0,04</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,08</b>	<b>0,11</b>	<b>0,18</b>	<b>0,47</b>	<b>0,34</b>
<b>OPERAÇÕES DE CRÉDITO</b>	<b>0,37</b>	<b>1,01</b>	<b>0,43</b>	<b>0,57</b>	<b>0,26</b>	<b>0,34</b>	<b>0,44</b>	<b>0,31</b>	<b>0,39</b>	<b>0,26</b>
INTERNAS	0,15	0,27	0,14	0,13	0,17	0,09	0,06	0,08	0,08	0,01
RESOLUÇÃO 63	0,00	0,00	0,02	0,02	0,00	0,02	0,00	0,01	0,00	0,00
EXTERNAS	0,22	0,74	0,28	0,42	0,09	0,24	0,38	0,22	0,31	0,25
<b>OUTROS RECURSOS</b>	<b>0,20</b>	<b>0,50</b>	<b>0,28</b>	<b>0,53</b>	<b>0,14</b>	<b>0,15</b>	<b>0,14</b>	<b>0,15</b>	<b>0,30</b>	<b>0,14</b>
<b>TOTAL DOS RECURSOS</b>	<b>13,68</b>	<b>18,22</b>	<b>18,40</b>	<b>17,49</b>	<b>11,77</b>	<b>8,77</b>	<b>9,58</b>	<b>8,98</b>	<b>8,39</b>	<b>7,76</b>
<b>VALORES DE TERCEIROS</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
VARIAÇÃO OP. CRÉD. CURTO PRAZO	0,36	0,34	0,03	(0,78)	(0,76)	0,14	0,34	0,09	(0,45)	0,06
OUTRAS VARIAÇÕES DE CAP. GIRO	0,23	(0,50)	(0,28)	1,79	1,15	(0,39)	(0,11)	(0,26)	0,24	0,12
VARIAÇÃO DO DISPONÍVEL	(0,61)	(0,68)	(0,74)	(1,79)	(0,74)	0,07	(0,43)	(0,22)	0,23	(0,53)
AJUSTE DE RECEITAS E DESPESAS FINANCEIRAS	0,04	(0,83)	0,44	(0,95)	(0,46)	0,06	(0,07)	(0,15)	(0,15)	(0,09)
<b>TOTAL DOS RECURSOS LÍQUIDOS</b>	<b>13,71</b>	<b>16,56</b>	<b>17,85</b>	<b>15,76</b>	<b>10,96</b>	<b>8,65</b>	<b>9,32</b>	<b>8,44</b>	<b>8,26</b>	<b>7,32</b>

Fonte: DEST/MPO. Elaboração do Autor.

### CAPÍTULO III

#### PRIVATIZAÇÃO E DÍVIDA PÚBLICA

A utilização de receitas de privatização para abater dívida pública busca conter uma acumulação excessiva desta última, evitando que o desequilíbrio fiscal pressione a dívida demasiadamente, enquanto o governo implementa as medidas necessárias para a redução do déficit público. Esse *timing* é importante, pois as medidas de ajuste fiscal podem levar tempo para serem implementadas e surtirem os efeitos desejados; enquanto isso não ocorre, a utilização de receitas de privatização para resgatar dívida pública é um importante instrumento auxiliar da política fiscal. Desta forma, o país teria uma oportunidade, enquanto durassem as privatizações, para reduzir o déficit público, atenuar a expansão da dívida e, adicionalmente, financiar o déficit em conta corrente, via conta de capitais, pela entrada de investimentos diretos. O problema é que tais variáveis poderiam tornar-se fortemente crescentes, supondo-se a ausência das privatizações. Crises externas e dificuldades internas para a viabilização de uma estabilização efetiva têm dificultado essa estratégia do governo, mas o que se pode afirmar é que as contas públicas estariam numa situação mais desfavorável sem as privatizações.

Bilhões de reais têm sido arrecadados pelo setor público desde o início do PND, com a transferência de inúmeras empresas para o setor privado. Mas, apesar do direcionamento de um volume expressivo de receitas de privatização para o resgate de dívida pública, verifica-se que a DLSP tem apresentado uma alta taxa de crescimento desde 1994.

Naquele ano, a DLSP situava-se no patamar de 28,6% do PIB, sendo 20,4% e 8,3% correspondentes à dívida interna e externa, respectivamente. Em 1998, este valor cresceu para 43,4% do PIB (37% relativo à dívida interna e 6,4% à externa) e, em 1999, atingiu 49,7% do PIB. A partir de 1999, no âmbito do acordo do Brasil com o FMI, o país se comprometeu a promover um ajuste fiscal, de forma a baixar a dívida líquida e mantê-la em trajetória sustentável. As privatizações têm um papel a desempenhar neste contexto.

Contribuíram para o aumento da DLSP fatores internos e externos, que afetaram principalmente a dívida pública interna. Os desequilíbrios fiscais – concentrados, sobretudo, nos estados e municípios –, os efeitos sobre a dívida mobiliária federal dos acordos de renegociação das dívidas dessas esferas de governo com a União (Leis nº 8.727/93, 9.496/97 e PROES), as altas taxas de juros e a desvalorização cambial podem ser apontados como os principais fatores internos de crescimento da DLSP no período 1995-1999. O reconhecimento de esqueletos, que, como antes mencionado, são dívidas do passado e que já produziram efeitos macroeconômicos, também contribuiu para o aumento do estoque total da dívida líquida.

A esses fatos somam-se três choques externos que contribuíram para elevar as taxas de juros<sup>45</sup> incidentes sobre a dívida pública interna, no período 1995-1998, elevando o custo de rolagem e o estoque da dívida pública nos períodos seguintes: a crise do México (janeiro a março de 1995), a crise da Ásia (novembro de 1997) e a crise da Rússia (setembro de 1998). A taxa Selic atingiu 4,26% em março de 1995, 3,04% em novembro de 1997 e 2,6% em outubro de 1998, respectivamente, em função dos referidos choques. Em março de 1999, a mesma taxa Selic situou-se em 3,3%, como resultado da desvalorização cambial em janeiro desse ano.

Entretanto, apesar do crescimento da DLSP, a dívida líquida das estatais tem apresentado trajetória descendente. O programa de privatização tem proporcionado uma contribuição bastante positiva nesse sentido. Empresas deficitárias que pressionavam a DLSP foram privatizadas, extintas ou liquidadas. Além disso, a entrada dos estados e municípios no programa foi de vital importância para a redução do nível de endividamento de suas estatais.

O objetivo deste capítulo é avaliar os impactos do programa de desestatização brasileiro (PND, Telecomunicações e Programas Estaduais de Desestatização – PED) sobre a redução e melhoria do perfil da dívida pública brasileira. Na Seção III.1, expõem-se os antecedentes da recente evolução do endividamento público brasileiro, sob influência das estatais. Na Seção III.2, são apresentados os principais conceitos de dívida mobiliária federal e as características

---

<sup>45</sup> A política cambial adotada após o Plano Real também contribuiu para o aumento das taxas de juros no período. A cada choque externo, as taxas de juros eram elevadas, visando à manutenção da política cambial vigente.

de alguns títulos que compõem essa dívida. Na Seção III.3, analisam-se certos aspectos da administração da dívida pública mobiliária interna de emissão do Tesouro Nacional no período 1995-1999. Por sua vez, na Seção III.4 são expostos alguns procedimentos operacionais pós-privatização, que servem de base para o entendimento das seções seguintes. A Seção III.5 apresenta as principais destinações dos recursos da privatização. Na seção III.6 aborda-se, de forma sucinta, a questão do uso das moedas de privatização, com seus respectivos impactos fiscais. Na Seção III.7, analisam-se os efeitos da utilização das receitas de privatização sobre a dívida pública mobiliária interna de responsabilidade do Tesouro Nacional, apresentando os impactos da referida utilização, em termos de economia de juros para o Tesouro e redução do estoque dessa dívida. Finalmente, na Seção III.8, verifica-se como a privatização tem proporcionado reduções no estoque e contenção da taxa de crescimento da dívida líquida do setor público consolidado, no período 1995-1999, por meio de um modelo que simula a evolução do saldo da dívida líquida, supondo-se a ausência de privatizações no Brasil. Calcula-se, também, nesta última seção, a redução das necessidades de financiamento do setor público, no período, possibilitada pela privatização.

### **III.1 Antecedentes**

Inicialmente, tecemos algumas considerações sobre o papel desempenhado pelas empresas estatais na evolução do endividamento público brasileiro.

O Estado brasileiro criou e absorveu empresas desde a década de 30 até fins da década de 70. Como observa Guislain (1995), a criação e absorção de empresas por parte do Estado foi uma característica mundial no século XX. Como motivos, podem-se destacar: a falta de interesse e de recursos do setor privado; a falta de interesse de empresas estrangeiras; a existência de setores considerados estratégicos para o país; e o socorro a empresas em dificuldades financeiras. Durante certo período, essas empresas desempenharam importante papel no desenvolvimento do país. O investimento das empresas estatais, por exemplo, foi um dos fatores determinantes do crescimento da economia brasileira durante a década de 70 e início dos anos 80. Entretanto, elas contribuíram, também, para a deterioração das contas

públicas nos anos 80 e início dos anos 90, em função do alto grau de endividamento que muitas delas passaram a apresentar.

As décadas de 60 e 70 constituíram marcos decisivos no processo de endividamento das empresas estatais, período em que tais empresas tiveram participação importante na captação de recursos externos, visando a cobertura de déficits no balanço de pagamentos e a ampliação dos investimentos públicos para incrementar o desenvolvimento nacional. O governo, para atingir seus objetivos macroeconômicos, incentivava as empresas estatais a tomarem empréstimos no mercado externo, que apresentava, à época, alta liquidez e baixas taxas de juros. A Lei n.º 4.131 e a Resolução 63 deram o respaldo legal para que fossem viabilizadas as operações financeiras. Os dois dispositivos legais facilitaram o acesso ao crédito internacional de empresas nacionais, entre as quais se destacavam as estatais que pudessem oferecer garantias aos bancos locais (os tomadores oficiais dos empréstimos).

Como resultado das políticas adotadas, houve uma tendência de concentração da dívida externa no setor público, o que elevou a sua participação percentual no endividamento público ao longo da década de 70. Com a crise da dívida que afetou o Brasil no final dos anos 70, cada aumento das taxas de juros interna e externa foi ampliando, ainda mais, o grau de endividamento do país. Além disso, a partir dos anos 80, com os vários planos econômicos, houve perda da capacidade de investimento por parte das estatais. Isso resultou da política anti-inflacionária, que impunha limites aos preços e tarifas públicas, o que provocou uma redução significativa na capacidade de autofinanciamento daquelas empresas.

A partir da crise, muitos países presenciaram a deterioração de suas contas públicas, que se refletiu, principalmente, em aumento progressivo de suas dívidas governamentais. As empresas estatais viram sua situação econômico-financeira deteriorar-se não só pela elevada dívida externa contraída, mas também pela referida contenção da capacidade de autofinanciamento, fruto de sua utilização com objetivos antiinflacionários. O resultado foi a necessidade de crescentes transferências de recursos do Tesouro para suas empresas, além do esgotamento da possibilidade de financiarem-se novos investimentos, comprometendo o aumento da capacidade produtiva em setores importantes de infra-estrutura e serviços.

Observa-se, portanto, que as empresas estatais tiveram papel importante no endividamento externo do país e no crescimento da dívida pública ao longo dos anos recentes. Os empréstimos captados para financiar investimentos, nos anos 70, conduziram a grandes desequilíbrios patrimoniais nas contas das estatais nos anos 80. Como componentes do setor público consolidado, as empresas estatais passaram a pressionar as finanças públicas. As privatizações têm sido vislumbradas como uma possível solução para esse problema.

### **III.2 Dívida Mobiliária Federal e Títulos do Tesouro – Conceitos e Características**

Um dos objetivos prioritários do Programa Nacional de Desestatização – PND é a redução do estoque e melhoria do perfil da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças públicas do país. Esses objetivos, estão expressos na Lei nº 9.491/97, que traz em sua redação atual<sup>46</sup>:

“Art.1º - O Programa Nacional de Desestatização – PND tem como objetivos fundamentais:

(...)

II – contribuir para a reestruturação econômica do setor público, especialmente através da melhoria do perfil e redução da dívida pública líquida;”

Pode-se depreender que a reestruturação econômica do setor público visa, também, o saneamento das finanças públicas. De fato, além da redução e melhoria do perfil da dívida pública, o programa tem possibilitado uma ampla reestruturação de ativos e passivos do setor público.

---

<sup>46</sup> A redação do Art.1º, inciso II, da Lei nº 9.491/97 passou por algumas modificações, desde a Lei nº 8.031/90 (que instituiu o PND e foi revogada por esta última), passando pela MP nº 901/96, até chegar à forma atual. As modificações introduzidas na legislação caminharam no sentido de acrescentar a melhoria do perfil da dívida pública como um dos objetivos centrais do PND.



Assim, nos últimos anos, a principal destinação dos recursos das privatizações brasileiras tem sido o abatimento da Dívida Pública Mobiliária Federal de Emissão do Tesouro Nacional – DMF-TN<sup>47</sup>. Esta é, em termos absolutos, o principal componente da Dívida Mobiliária Federal, que, por sua vez, é o principal item da DLSP. Além disso, a DMF-TN não raro tem apresentado altas taxas de crescimento em seu estoque – sobretudo a partir de 1997 –, elevados custos de rolagem e perfil pós-fixado, o que justifica uma gestão da dívida mobiliária voltada para a melhoria do seu perfil e estoque. Adicionalmente, a administração da DMF-TN constitui um instrumento de política fiscal. Portanto, a análise da Seção III.7 concentrar-se-á nos impactos da utilização das receitas de privatização sobre DMF-TN. Na Seção III.8, serão introduzidos outros tipos de dívida que compõem a DLSP.

A seguir, são apresentados os principais conceitos de Dívida Pública Mobiliária Federal e as características de alguns títulos emitidos pelo Tesouro Nacional.

#### **a) Conceitos de Dívida Pública Mobiliária Federal**

A Dívida Pública Mobiliária Federal – DMF consiste do estoque total dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e Banco Central, deduzidos aqueles que permanecem na carteira do Banco Central. Trata-se da totalidade dos títulos emitidos pelas duas instituições em mercado. Podem ser emitidos para o mercado doméstico ou para o mercado externo. Entretanto, a grande predominância de emissões é dirigida para o mercado interno.

Já a Dívida Pública Mobiliária Federal de Emissão do Tesouro Nacional – DMF-TN<sup>48</sup> corresponde aos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional em mercado. Podem ser lançados de forma competitiva, via emissões em leilões formais, normalmente com ágio ou deságio, em relação ao valor de face, ou via emissões especiais, ao par. No primeiro caso, os títulos emitidos são denominados “competitivos” e têm como principal finalidade o financiamento de

---

<sup>47</sup> Rigorosamente falando, a principal utilização tem sido o abatimento da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna de Emissão do Tesouro Nacional.

<sup>48</sup> A menos que explicitado de outra forma, o termo DMF-TN indicará Dívida Pública Mobiliária Federal Interna de Emissão do Tesouro Nacional, ao longo desta dissertação.

déficits orçamentários do Tesouro Nacional. No segundo caso, os títulos são denominados “não-competitivos” e têm como objetivos o refinanciamento de dívidas estaduais, a captação de recursos em moeda corrente de leilões de privatização, a capitalização de empresas estatais, entre outros previstos na legislação pertinente.

Quanto aos títulos emitidos pelo Banco Central, estes têm como objetivos principais: regular a liquidez do mercado, e, conseqüentemente, definir a política de juros; e conduzir a política cambial.

## **b) Características dos Principais Títulos Competitivos Emitidos pelo Tesouro Nacional (1995-1999), NTN-P e NTN-H<sup>49</sup>**

### **b1) Letras Financeiras do Tesouro Nacional – LFT**

Foram criadas em 1987, com o objetivo de prover recursos necessários à cobertura de déficits orçamentários ou à realização de operações de crédito por antecipação de receita orçamentária, bem como para atendimento a determinações legais.

São papéis pós-fixados, sendo que seu rendimento é definido pela taxa Selic<sup>50</sup>, calculado sobre o valor nominal e pago no resgate do título.

As LFT têm prazo mínimo de 28 dias.

### **b2) Letras do Tesouro Nacional – LTN**

São emitidas pelo Tesouro com o objetivo de prover recursos necessários à cobertura de déficits orçamentários ou à realização de operações de crédito por antecipação de receita orçamentária, bem como para atendimento a determinações legais.

---

<sup>49</sup> As LFT, LTN, NTN-D e NTN-S são títulos competitivos. As NTN-P e NTN-H são títulos não-competitivos.

<sup>50</sup> Taxa média dos financiamentos apurados no Sistema de Liquidação e Custódia – SELIC para títulos públicos federais, divulgada pelo Banco Central.

São papéis prefixados, sendo que seu rendimento é definido pelo deságio com relação ao valor nominal, com resgate na data do vencimento do título pelo valor nominal.

As LTN têm prazo mínimo de 28 dias.

### **b3) Notas do Tesouro Nacional Série D – NTN-D**

São títulos utilizados para o refinanciamento da DMF-TN.

Sua taxa de juros é de 6% ao ano, calculada sobre o valor nominal.

A atualização do valor nominal é feita pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas da emissão e do vencimento do título.

O pagamento dos juros é efetuado semestralmente, com resgate em parcela única na data do vencimento.

As NTN-D têm prazo mínimo de 3 meses.

Atualmente, o Tesouro Nacional não tem emitido títulos cambiais, uma vez que a responsabilidade pela emissão desse tipo de papel passou para o Banco Central.

### **b4) Notas do Tesouro Nacional Série S – NTN-S**

São títulos utilizados para o refinanciamento da DMF-TN, sendo que seu prazo é composto por dois períodos. O primeiro possui prazo mínimo de sete dias e rendimento prefixado, e o segundo tem prazo mínimo de vinte e um dias e rendimento pós-fixado.

O rendimento, no primeiro período, é definido pelo deságio sobre o valor nominal, e, no segundo período, pela taxa Selic acumulada a partir da data estabelecida para início deste período e calculada sobre o valor nominal.

Tem resgate no vencimento, pelo valor nominal acrescido do rendimento relativo ao segundo período.

Atualmente, encontram-se fora de circulação, com todos os papéis resgatados.

### **b5) Notas do Tesouro Nacional Série P – NTN-P**

São títulos utilizados na troca por recursos arrecadados no PND, sendo que as receitas em moeda corrente provenientes da emissão de NTN-P deverão ser utilizadas para amortizar a DMF-TN ou para custear programas e projetos nas áreas de ciência e tecnologia, saúde, defesa nacional, segurança pública e meio ambiente, aprovados pelo Presidente da República.

Têm prazo mínimo de quinze anos, a contar da data da liquidação financeira da alienação ocorrida no âmbito do PND.

Sua taxa de juros é de 6% ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado.

A atualização do valor nominal é feita com base na TR, divulgada pelo Banco Central, desde a data da emissão até a data do vencimento do título.

O pagamento dos juros é feito na data do resgate do título e o resgate do principal em parcela única, na data do vencimento.

São inegociáveis.

#### **b6) Notas do Tesouro Nacional Série H – NTN-H**

São títulos destinados ao refinanciamento do déficit.

Têm prazo mínimo de três meses e a atualização do valor nominal é feita por índice calculado com base na TR, desde a data da emissão até a do vencimento.

O resgate do principal ocorre em parcela única, na data do vencimento.

Durante um curto período foram emitidos de forma competitiva. Entretanto, são papéis não-competitivos.

### **III.3 Administração da Dívida Mobiliária Federal de Emissão do Tesouro (1995-1999)**

A análise da administração da Dívida Pública Mobiliária Federal de Emissão do Tesouro Nacional – DMF-TN dividir-se-á em quatro subperíodos, entre 1995 e 1999. Conquanto essa divisão seja algo arbitrária, ela procura marcar alguns fatos da história recente da economia brasileira que teriam afetado diretamente as expectativas privadas e, por conseguinte, condicionado a administração da DMF.

O primeiro subperíodo compreende janeiro a julho de 1995, e é marcado pela mudança no regime cambial brasileiro e pelo estado de incerteza quanto ao câmbio nos meses seguintes. Com a eclosão da crise mexicana em dezembro de 1994, o Brasil passou a ser questionado em seus fundamentos macroeconômicos, sendo obrigado a rever sua política cambial. O novo sistema de bandas cambiais objetivava promover desvalorizações graduais, enquanto não se equacionasse o déficit em conta corrente<sup>51</sup>. Nesse cenário de incerteza, a taxa Selic se manteve alta e crescente<sup>52</sup>, enquanto a variação cambial apresentou média mensal de 1,5%, entre janeiro e julho de 1995.

Nesse primeiro subperíodo, a administração da DMF-TN brasileira manteve-se aferrada ao modelo tradicional típico do período inflacionário, em que predominavam os títulos pós-fixados e de curtíssimo prazo. Isso se explica pelo até então incipiente cenário de estabilidade de preços, prevalecendo ainda a "cultura da indexação". Contudo, a partir do segundo semestre de 1995, começou-se a adotar uma nova estratégia de administração da dívida, visando ampliar prazos, reduzir custos para o Tesouro, desindexar e melhorar as condições de refinanciamento da dívida. Essa nova política começou a dar frutos no segundo subperíodo, analisado a seguir.

O segundo subperíodo tem início em agosto de 1995 e termina em setembro de 1997, caracterizando-se por contínuo decréscimo da taxa Selic, possibilitado pela farta liquidez dos mercados financeiros internacionais<sup>53</sup>. O abundante afluxo de capitais externos serviu para financiar o crescente déficit em transações correntes<sup>54</sup> e ainda proporcionar acúmulo de reservas internacionais no Banco Central, o que ajudou a garantir a manutenção da política cambial. Esse período também foi marcado pelo enfraquecimento de dois fundamentos macroeconômicos: primeiro, o já citado agravamento do déficit em conta corrente do balanço

---

<sup>51</sup> Apesar do aumento de US\$ 2,6 bilhões para US\$ 4 bilhões nos ingressos líquidos das transferências unilaterais, o déficit em conta corrente elevou-se de US\$ 1,7 bilhão, em 1994, para US\$ 17,8 bilhões em 1995.

<sup>52</sup> A taxa Selic efetiva mensal saiu de 3,4 % a.m., em janeiro de 1995, para 4,0 % a.m. em julho do mesmo ano, tendo atingido 4,3% a.m. em abril.

<sup>53</sup> A taxa Selic efetiva mensal caiu de 3,8 % a.m., em agosto de 1995, para 1,6 % a.m. em setembro de 1997. Por sua vez, as reservas internacionais (liquidez internacional) cresceram de US\$ 47,7 bilhões para US\$ 61,9 bilhões, no mesmo período, refletindo a forte entrada de recursos externos.

<sup>54</sup> Tendo somado US\$ 17,8 bilhões em 1995, o déficit em conta corrente continuou a se elevar, passando de US\$ 23,1 bilhões, em 1996, para US\$ 33,4 bilhões em 1997 (4,16% do PIB).

de pagamentos; e segundo, a deterioração do resultado primário do setor público<sup>55</sup>. Apesar disso, o cenário externo parece ter sido suficiente para consolidar, até setembro de 1997, um estado de expectativas favorável aos objetivos da gestão da DMF-TN.

A partir do segundo semestre de 1995, adotaram-se alguns procedimentos operacionais a fim de aperfeiçoar a administração da dívida e facilitar o processo de tomada de decisão nos leilões do Tesouro Nacional:

- a) início da realização de leilões quinzenais, em contraste com leilões mensais realizados até então;
- b) formação de comitê composto por membros do Tesouro Nacional e Banco Central para avaliar variáveis conjunturais e planejar os leilões do Tesouro Nacional; e
- c) elevação do grau de transparência da administração da dívida pública, mediante ampliação dos canais de comunicação com instituições financeiras.

Em 1996, consolidou-se o planejamento da DMF-TN, favorecido por uma conjuntura macroeconômica estável. Por meio da realização de leilões quinzenais, conseguiu-se melhor perfil de vencimentos da dívida e maior diversificação da oferta de papéis. Além disso, as colocações em leilão de títulos do Tesouro Nacional passaram a ser realizadas em articulação com o Banco Central, por meio da regularização de reuniões entre ambas as instituições. Nesse ano, ocorreu também o início do planejamento estratégico das colocações de títulos em mercado. Inicialmente, para um período de seis meses, procedeu-se a um levantamento das necessidades e disponibilidades financeiras em cada fonte de recursos e a uma conseqüente elaboração de propostas de oferta, discriminando características (remunerações, prazos, etc.) e quantidades dos títulos a serem ofertados. Concluiu-se também a primeira etapa do alongamento da dívida pública, com a colocação de títulos prefixados e cambiais de maturidades crescentes.

---

<sup>55</sup> O superávit primário (“abaixo da linha”) do setor público consolidado acumulado em doze meses caiu de 2,6% do PIB, em agosto de 1995, para 0,7% em setembro de 1997, tendo registrado déficits durante a maior parte do ano de 1996. Nesse período, pioraram os resultados do governo federal e dos estados e municípios. Nestes últimos, o resultado foi pressionado principalmente pelo crescimento das despesas com pessoal e naquele, pelo aumento dos gastos com outros custeios e capital (OCC) e pelo crescente déficit previdenciário.

O terceiro subperíodo começa em outubro de 1997 e acaba em dezembro de 1998. Caracteriza-se pelos efeitos de duas crises financeiras internacionais. A primeira ocorreu em vários países do leste asiático (crise asiática), a partir de julho de 1997, e a segunda eclodiu na Rússia em agosto de 1998. A resposta doméstica à primeira crise deu-se por meio da elevação das taxas de juros, em outubro e novembro de 1997<sup>56</sup>, e do anúncio de um conjunto de medidas na área fiscal, que deveriam gerar um ganho de R\$ 20 bilhões (o “pacote 51”). O governo reconheceu que o déficit público era o principal fundamento em desequilíbrio e que, em situação de crise externa, era necessário apontar para uma melhora nas contas públicas. Entretanto, os efeitos dessas medidas sobre o resultado primário acumulado em doze meses não apareceram, senão a partir do segundo semestre de 1998 e, mesmo assim, foram restritos ao governo central<sup>57</sup>. A partir de abril de 1998, a crise de confiança externa atingiu o país, o que pode ser constatado pela redução sistemática das reservas internacionais desde então<sup>58</sup>. Porém, é possível marcar, já em outubro de 1997, um ponto de inflexão nas expectativas domésticas, levando os agentes privados a um comportamento mais defensivo na gestão de seus *portfólios*. Ante o aumento da incerteza quanto aos rumos futuros das variáveis econômicas relevantes, o mercado passou a preferir títulos públicos pós-fixados e/ou de curto prazo. Isso afetou sobremaneira os rumos da gestão da DMF-TN.

Em 1997, procurou-se consolidar e aperfeiçoar o planejamento da DMF de responsabilidade do Tesouro Nacional, não obstante a crise de confiança que se instaurou a partir de outubro. Buscou-se também consolidar o alongamento dos prazos da dívida, por meio das (inéditas) colocações de LTN de 730 dias e NTN-D de 60 meses em setembro. Contudo, a partir do final de outubro, em cenário de incerteza quanto aos rumos da economia brasileira, a política de alongamento dos prazos da dívida mobiliária foi temporariamente interrompida. A partir de meados de novembro de 1997, o Tesouro Nacional passou a realizar, em caráter de

---

<sup>56</sup> A taxa Selic efetiva mensal atingiu em setembro, outubro e novembro de 1997, respectivamente, 1,59% a.m., 1,67% a.m. e 3,04% a.m.

<sup>57</sup> O resultado primário (“abaixo da linha”) acumulado em doze meses do setor público consolidado saiu de um superávit de 0,1% do PIB, em outubro de 1997, para outro de apenas 0,01% do PIB em dezembro de 1998, depois de ter-se reduzido bastante nesse último ano, chegando a registrar déficit superior a 1,5% do PIB. Governos estaduais e municipais e empresas estatais registraram crescentes déficits no período, e mesmo o governo central só realizou superávits primários, sistematicamente, a partir de agosto de 1998.

<sup>58</sup> Atingindo um pico de US\$ 74,7 bilhões, em abril de 1998, as reservas internacionais brasileiras (liquidez internacional) diminuíram continuamente a partir dessa data, chegando a US\$ 44,6 bilhões, em dezembro desse ano, em decorrência da fuga de capitais provocada pela crise de confiança externa.

emergência, leilões semanais de títulos públicos, em substituição às tradicionais ofertas quinzenais. Visava-se, com isso, aumentar a probabilidade de sucesso dos leilões – em uma conjuntura de redução do volume arrecadado por emissão – e espalhar os vencimentos da DMF-TN, em momento de diminuição considerável dos prazos dos títulos emitidos. Como parte dessa nova tática, procurou-se também reduzir os tipos de títulos emitidos, concentrando-se naqueles de maior aceitação pelo mercado. A interrupção da oferta de NTN-H (remunerada pela TR) visou a esse objetivo, além de concorrer para a desindexação da dívida, reduzindo sua sensibilidade a variações das taxas de juros de curto prazo.

O avanço do Programa Nacional de Desestatização – PND afetou de maneira importante a administração da DMF-TN a partir de 1997. Em particular, a privatização de algumas empresas possibilitou o chamado *clearing* do setor público, ou seja, a troca de NTN-P do Tesouro por títulos e créditos diversos (moedas de privatização), de propriedade das empresas alienantes. Por exemplo, em setembro e novembro de 1997, emitiram-se NTN-P no valor total de R\$ 8,7 bilhões, permutadas por uma variedade de créditos das estatais alienantes, acarretando melhora na qualidade dos ativos dessas empresas e alongamento do perfil da dívida do Tesouro. Além disso, o PND contribuiu efetivamente para amortecer o crescimento da DMF-TN, em maio de 1997, quando a Companhia Vale do Rio Doce foi vendida, sendo arrecadados R\$ 3,2 bilhões em moeda corrente, dos quais R\$ 1,6 bilhão foi utilizado, nesse mês, para a amortização da dívida mobiliária de emissão do Tesouro.

No primeiro semestre de 1998, o agravamento da crise asiática gerou dificuldades de gestão da dívida mobiliária brasileira. Contrariamente às intenções do governo, o prazo dos títulos prefixados foi significativamente reduzido, chegando a 35 dias. Em junho, a emissão de LTN foi abandonada, retornando a Letra Financeira do Tesouro – LFT (remunerada à taxa Selic) à categoria de principal título emitido, em leilão, para rolagem da DMF-TN. O perfil dessa dívida muda rapidamente, passando ao predomínio absoluto dos títulos pós-fixados. No segundo semestre de 1998, além do aumento da participação dos títulos indexados à taxa Selic, houve também crescimento do estoque relativo de títulos cambiais. Apesar da crise, as NTN-D foram um alvo privilegiado da gestão da dívida mobiliária federal em 1998,



planejando-se o cronograma de colocações em ofertas públicas, entre outras medidas que visavam a aumentar a aceitabilidade desses papéis no mercado.

A privatização do Sistema Telebrás foi o fato mais importante do programa de desestatização brasileiro em 1998. A venda bruta totalizou R\$ 27,2 bilhões – incluindo Telebrás e outras desestatizações, exclusive dívidas transferidas –, sendo que, do montante recebido à vista, em moeda corrente, cerca de R\$ 11,9 bilhões destinaram-se ao abatimento da DMF-TN e R\$ 344,6 milhões à dívida externa. Contudo, a referida privatização acarretou pressões indiretas sobre o saldo da dívida mobiliária interna, uma vez que, em outubro de 1998, emitiram-se R\$ 4,6 bilhões de LFT junto ao BNDES, para a internalização dos recursos externos obtidos em operações realizadas com empresas estrangeiras de telecomunicações, adquirentes das empresas públicas brasileiras.

O quarto e último subperíodo a ser destacado corresponde ao ano de 1999, em que a crise internacional atinge em cheio o Brasil. Os investidores estrangeiros, ressabiados com a alta volatilidade dos “mercados emergentes” desde a crise asiática e não confiando na solidez dos fundamentos macroeconômicos brasileiros, anteciparam a liquidação de suas aplicações em ações e títulos, provocando fuga de capital e rápida redução das reservas<sup>59</sup>. Internamente, a reação das autoridades econômicas – incapazes de conter a saída de divisas – foi o imediato abandono do regime de bandas cambiais, adotando-se o sistema de câmbio flutuante. A essa medida, seguiu-se alta volatilidade das taxas de câmbio, inflação e juros nos meses seguintes, decorrendo daí o aumento da incerteza e o conseqüente acirramento da postura defensiva dos agentes no mercado de títulos públicos. Em outras palavras, manteve-se alta a preferência pela liquidez, revelada na alta demanda por papéis pós-fixados à taxa Selic e/ou de curto prazo, em detrimento dos títulos prefixados mais longos.

Em 1999, com a mudança do regime cambial, a volatilidade das taxas e preços dos ativos financeiros elevou-se sobremaneira. Nesse contexto, manteve-se baixa a demanda por títulos prefixados. Optou-se, então, pela colocação de NTN-S - título com dois períodos de vigência,

---

<sup>59</sup>. As reservas brasileiras (liquidez internacional) caíram de US\$ 44,6 bilhões, em dezembro de 1998, para US\$ 26,1 bilhões em fevereiro de 1999.

um prefixado e outro indexado à taxa Selic. Abandonaram-se, além disso, as emissões de NTN-D, devido aos elevados níveis e volatilidade da taxa de câmbio, o que dificultava a precificação desses papéis<sup>60</sup>. Após março, com o recuo das taxas de câmbio e juros, configurou-se uma situação de melhoria da confiança no mercado de títulos públicos, o que permitiu ao governo, se não retomar a colocação de papéis prefixados, pelo menos ampliar os prazos das LFT. Nesse contexto, algumas medidas foram tomadas no último trimestre, visando melhorar o perfil da DMF-TN:

- a) redução do número de vencimentos (concentração da frequência) dos títulos em circulação, sobretudo dos prefixados<sup>61</sup>;
- b) redução da frequência dos leilões;
- c) leilões de "oferta firme" (ofertas baseadas em consultas prévias às instituições financeiras), a fim de ampliar os prazos dos títulos prefixados; e
- d) leilões regulares e predefinidos, de acordo com cronograma.

Em 1999, foram pagas, em títulos da dívida pública mobiliária federal, a segunda e terceira parcelas da venda do Sistema Telebrás, num total de cerca de R\$ 8,0 bilhões<sup>62</sup>. Tais títulos foram baixados dos estoques da DMF-TN em março e junho de 1999. Entraram também nos cofres do Tesouro valores expressivos relativos a alienações realizadas em exercícios anteriores. Entretanto, em relação ao ano anterior, 1999 não apresentou resultados brilhantes em termos de desestatizações no âmbito do PND e telecomunicações<sup>63</sup>. O resultado bruto das privatizações, pelo critério de competência, foi de R\$ 935 milhões, sendo destinados R\$ 160,4 milhões ao abatimento de dívida interna, pelo critério de caixa.

---

<sup>60</sup> Posteriormente, a demanda por *hedge* cambial seria suprida, em parte, pelas emissões de NBC-E (títulos cambiais emitidos pelo Banco Central).

<sup>61</sup> O objetivo dessa medida é aumentar a liquidez no mercado secundário de títulos públicos.

<sup>62</sup> Neste caso, tratou-se de uma das chamadas "Operações Estruturadas", sendo esta realizada entre o Tesouro Nacional e o BNDES. Os pagamentos referentes à segunda e terceira parcelas da venda do Sistema Telebrás foram efetuados em *cash* ao BNDES. Esta instituição reteve os valores em moeda corrente, repassando ao Tesouro títulos da DMF-TN, após aplicar um deságio médio de 12% sobre esses papéis, para que fosse mantida a equivalência entre o valores econômicos em moeda corrente e títulos.

<sup>63</sup> Entretanto, o mesmo fato não ocorreu em termos de privatizações estaduais, que geraram uma receita de venda de R\$ 4,8 bilhões e R\$ 2,1 bilhões em dívidas transferidas.

Os recursos que ingressaram no caixa do Tesouro, decorrentes das privatizações realizadas no próprio exercício ou em exercícios anteriores, proporcionaram uma contribuição importante para a administração da DMF-TN em 1998 e 1999, pelo elevado volume de receitas utilizadas para abater a dívida mobiliária federal de emissão do Tesouro Nacional.

### **III.4 Alguns Procedimentos Operacionais Pós-Privatização**

Após os leilões de privatização, tem-se o início da trajetória dos montantes arrecadados, com a liquidação financeira das operações. No caso das empresas pertencentes ao Setor Produtivo Estatal – SPE, cabe ao BNDES<sup>64</sup>, gestor do Fundo Nacional de Desestatização e instituição responsável pela operacionalização do programa, o gerenciamento da liquidação financeira das desestatizações realizadas.

A liquidação financeira das operações consiste na transferência dos valores em moeda corrente, recebidos nos leilões, para o BNDES. Quando o pagamento é efetuado por meio de títulos e créditos (moedas de privatização), estes ficam custodiados na Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), em nome dos alienantes, até que sejam repassados ao Tesouro ou permutados por NTN-P.

Após deduzidos os valores correspondentes à sua remuneração e aos custos incorridos durante todas as etapas que antecederam à privatização (publicidade, corretagem, pagamento às empresas de consultoria, taxas, etc.), o BNDES realiza os seguintes procedimentos:

- recolhe os recursos ao Tesouro Nacional, após realizadas todas as deduções anteriormente citadas, quando o alienante é a União; e
- coloca os recursos à disposição dos alienantes, quando estes pertencem à Administração Indireta.

---

<sup>64</sup> Cabe ao BNDES gerir também as alienações das participações minoritárias da União. No caso das instituições financeiras, o gestor das desestatizações é o Banco Central. O Ministério dos Transportes e o Ministério das Minas e Energia também são gestores de alguns programas, a saber: portos e aproveitamento hidroelétrico, respectivamente. O Ministério do Planejamento e Orçamento, por sua vez, é o gestor das empresas em liquidação, dissolução e extinção.

Assim, tratando-se de empresas alienadas cujo controle acionário pertence diretamente à União, os recursos arrecadados em moeda corrente ou moedas de privatização são repassados ao Tesouro Nacional, após as deduções, no prazo máximo de trinta dias a contar da data do recebimento desses recursos pelo BNDES, acrescidos do rendimento líquido de aplicação financeira.

Tratando-se de empresas em que a União detém participação indireta, os recursos provenientes das vendas são utilizados, prioritariamente, na quitação de dívidas vencidas e vincendas (INSS, dívidas tributárias, etc.) dos alienantes perante à União. Após eventuais quitações, os recursos em moeda corrente ou moedas de privatização são permutados por NTN-P, junto ao Tesouro Nacional. Os valores em moeda corrente obtidos pelo Tesouro, por essa via, são utilizados para amortizar a DMF-TN e custear programas e projetos aprovados pelo Presidente da República, nas áreas de ciência e tecnologia, saúde, defesa nacional, segurança pública e meio ambiente. Nessa hipótese, há um percurso mais longo a ser percorrido pelas receitas de venda e os impactos fiscais tornam-se menores.

Quando da venda de empresas com participação direta da União, os recursos destinados ao resgate da dívida interna<sup>65</sup> têm a seguinte classificação no Plano de Contas da União:

- Moeda Corrente: Fonte 163; e
- Moeda de Privatização: os ativos são colocados em uma conta do Tesouro Nacional, junto à CETIP, para posterior baixa dos ativos.

Quanto à alienação de empresas com participação indireta da União, os recursos destinados ao abatimento da dívida interna têm a classificação a seguir:

- Moeda Corrente : Fonte 167; e
- Moeda de Privatização: os ativos são repassados para uma conta em nome do alienante, junto à CETIP, para posterior permuta por NTN-P (*clearing*).

---

<sup>65</sup> A dívida interna abatida com receitas arrecadadas, em moeda corrente, pelo Tesouro Nacional é a dívida mobiliária federal de sua emissão.

Finalmente, no caso das receitas de concessão destinadas à amortização da dívida interna, a classificação é a seguinte:

- Moeda Corrente: Fonte 129.

Portanto, no caso em que o alienante é a União, os recursos recebidos em moeda corrente são incluídos no orçamento, prioritariamente na Fonte 163, para a amortização da DMF-TN. As moedas de privatização ficam em poder da CETIP, numa conta própria do Tesouro Nacional, para posterior baixa dos ativos. Quando da venda de empresas sobre as quais a União detém participação indireta, os recursos recebidos em moeda corrente ou moedas de privatização são permutados por NTN-P. Os valores em moeda corrente são incluídos no orçamento, prioritariamente na Fonte 167, para a amortização da DMF-TN. As moedas de privatização permanecem em poder da CETIP até a realização do *clearing*.

Do ponto de vista do Tesouro Nacional, o processo de *clearing* tem efeitos positivos, uma vez que permite a unificação de passivos da União, compostos por diferentes tipos de títulos e créditos com características variadas, em um único papel representado pelas NTN-P, que apresenta características específicas. Isso simplifica a administração da dívida pública de responsabilidade do Tesouro. Além disso, as NTN-P contribuem para o alongamento do prazo médio e redução dos custos da referida dívida, uma vez que têm prazo mínimo de quinze anos para resgate e rendem TR mais 6% ao ano.

Em suma, a redução do estoque e melhoria do perfil da dívida pública do Tesouro podem ocorrer por três vias, ao se destinarem recursos da privatização à dívida interna:

- mediante a aplicação de parte ou totalidade dos recursos arrecadados, em moeda corrente, no resgate de títulos da dívida pública mobiliária federal de emissão do Tesouro;
- mediante o aumento dos prazos de vencimento de títulos e créditos diversos (moedas de privatização) de posse de empresas da Administração Indireta, por meio da substituição desses papéis por NTN-P (permuta de papéis de prazos mais curtos por títulos públicos de longo prazo); e

- mediante a baixa do estoque de moedas de privatização, quando do seu recebimento pelo Tesouro Nacional, seja diretamente, ou em decorrência das operações de *clearing*.

### **III.5 A Destinação dos Recursos da Privatização**

Não tem havido uniformidade quanto à utilização das receitas obtidas com a alienação de ativos públicos nos diversos países, apesar das teorias que recomendam o abatimento da dívida pública. Na França e na Inglaterra, recursos auferidos com as privatizações foram utilizados para financiamento de gastos correntes [Wright (1994)], ou seja, para complementar receitas tributárias. Na Turquia, o governo vendeu ativos públicos para financiar investimentos do setor habitacional [Mansoor (1987)].

Por sua vez, trocas de ativos estatais por dívidas têm sido mais freqüentes nos países latino-americanos. Em alguns países, a dívida externa é mais relevante do que a interna, seja porque a primeira exerce mais pressão sobre as contas públicas, ou porque a última apresenta características relativamente homogêneas. No Chile e na Argentina, por exemplo, as atenções se voltaram para o abatimento de volumes substanciais de suas dívidas externas, em razão da crise externa que afetou esses países na década de 80.

Em outros países, onde a dívida interna tem alto custo de rolagem e há uma heterogeneidade de passivos de elevados volumes, a dívida interna torna-se prioritária. No Brasil e no México, a venda de estatais tem sido utilizada para o abatimento da dívida interna.

A destinação das receitas de privatização, no país, encontra-se definida em dispositivos legais e depende do tipo de alienante. No caso brasileiro, este pode ser o Tesouro Nacional ou uma de suas empresas controladas, como visto na seção anterior. Nessa última hipótese, após o pagamento de eventuais dívidas junto à União, os recursos podem ser aplicados nos programas e projetos descritos na Seção III.4. Entretanto, nas duas hipóteses, as receitas de privatização têm sido utilizadas prioritariamente na amortização da dívida pública interna, dada a sua importância. Os Anexos XI a XX apresentam um panorama das principais

destinações dos recursos da privatização no país, abrangendo o período 1995-1999. No Quadro 2 são apresentadas algumas dessas destinações, a título de ilustração.

## Quadro 2

### ALGUMAS DESTINAÇÕES DE RECURSOS DA PRIVATIZAÇÃO (1995-1999)

Empresa	Destinações dos Recursos	Valor (R\$ Milhões)
ESCELSA	ELETROBRAS - Dívida Externa a pagar (1996)	102,6
ESCELSA	Dívida Externa	208,8
LIGHT	BNDES - Pagamento de Debêntures	263,4
LIGHT	ELETROBRAS - Pagamento de Dividendos do exercício de 1994	200,1
CVRD	Dívida Interna (Amortização)	1.650,2
CVRD	BNDES - Fundo de Reestruturação Econômica (FRE)	1.559,4
TELEBRAS (1º Parcela)	Dívida Interna (Amortização)	8.800,0
Participações Minoritárias (Dec. 1.068/94)	Dívida Externa	344,6
Participações Minoritárias (Dec. 1.068/94)	ELETROBRAS	136,5
DATAMEC	Dívida Interna (Melhoria do perfil)	33,0

Fonte: STN/MF. Elaboração do Autor.

### III.6 A Questão das Moedas de Privatização – MOP

Os meios de pagamento aceitos no programa certamente exercem influência na redução e melhoria do perfil da dívida pública de modos diversos.

As moedas de privatização, muito utilizadas entre 1991-1995, são títulos públicos e créditos que foram emitidos anteriormente ao PND, ou foram criados visando à sua utilização no programa<sup>66</sup>, passando a ser aceitos ao par como meio de pagamento nas privatizações. Até 1996, os créditos securitizados foram as moedas de privatização mais utilizadas no PND. Em segundo lugar, vinha a moeda corrente como ativo mais empregado. A partir desse ano há um predomínio de moeda corrente como forma de pagamento, por imposição dos editais de

<sup>66</sup> A cesta de moedas de privatização compunha-se de: Cruzados Novos; Certificados de Privatização – CP; Debêntures da Siderbrás – SIBR; Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento – OFND; Títulos da Dívida Agrária – TDA; Créditos Securitizados; Letras Hipotecárias da Caixa Econômica – LH; Notas do Tesouro Nacional, série M – NTN-M; e Títulos e Créditos Externos. No caso dos CP, estes foram criados especificamente para utilização no PND. Outros tiveram origem diversa; alguns, inclusive, surgiram dentro do setor estatal (SIBR e OFND).

privatização, tendo em vista mudanças nas diretrizes do governo quanto aos meios de pagamento aceitos.

As moedas de privatização sempre foram objeto de muitas críticas, em razão do seu baixo valor presente – na maioria dos casos inferior a 50% do valor de face –, sendo negociadas no mercado secundário com elevados deságios. As maiores críticas à sua utilização concentravam-se na alegação de que a aceitação desses papéis pelo valor de face acarretaria perdas fiscais para o Tesouro Nacional. Argumentava-se que, caso este último recebesse os recursos em moeda corrente, poderia apropriar-se do deságio com que as moedas de privatização eram negociadas no mercado secundário. Sobre esses argumentos, alguns aspectos devem ser considerados.

O uso desses títulos e créditos proporcionou, em muitos casos, maiores preços de venda nos leilões de privatização, possibilitando que o governo pudesse se apropriar do deságio com que esses papéis eram negociados no mercado já no preço de venda (sob a forma de ágio sobre o preço mínimo).

Tais moedas serviram como instrumentos de incentivo à demanda por empresas privatizáveis, o que, de outra forma, poderia não ter ocorrido por falta de recursos do setor privado. Em muitos casos, só houve a possibilidade de realização dos leilões e obtenção de ágios nas alienações devido à utilização das moedas de privatização como meio de pagamento.

Grande parte das moedas de privatização (particularmente, os créditos securitizados) foi emitida para fazer face a débitos vencidos, que deveriam ter sido pagos em moeda corrente. Esses passivos só puderam ser renegociados em condições favoráveis à União, devido à possibilidade criada para que pudessem ser utilizados ao par na aquisição de empresas estatais no âmbito do PND. Além disso, o governo ao honrar seus compromissos, melhoram as expectativas dos agentes privados, aumentando o grau de confiança destes nas ações do próprio governo<sup>67</sup>. Tais fatos tendem a refletir-se sob a forma de menores prêmios de risco

---

<sup>67</sup> Anteriormente à utilização das moedas de privatização, principalmente dos créditos securitizados, os agentes privados tinham dúvidas quanto ao pagamento das dívidas vencidas pelo governo.



cobrados pelo mercado nos leilões de títulos competitivos subsequentes, reduzindo os custos de refinanciamento da dívida do Tesouro.

A utilização das moedas de privatização contribuiu para a melhoria do perfil da dívida pública (maiores prazos e menores taxas de juros), pois permitiu a renegociação de passivos em condições vantajosas para o governo. Constituiu-se, portanto, num instrumento conveniente de redução do custo de refinanciamento de dívidas da União. Além disso, dada a magnitude e heterogeneidade dessas moedas, sua utilização possibilitou a melhoria da administração da dívida pública de emissão do Tesouro, uma vez que o processo de *clearing* permitiu a permuta de uma variedade de títulos e créditos por um único título público – as NTN-P.

Tais moedas possibilitaram, na verdade, um amplo programa de conversão de dívidas, no qual créditos do setor privado junto ao setor público poderiam ser trocados por passivos da União na compra de empresas estatais, concorrendo para a melhor estruturação e redução dos custos da dívida. Verificou-se, ainda, ganhos para o Tesouro, resultantes da permuta de títulos e créditos vencidos por dívidas reescaladas em condições mais favoráveis para este. Um exemplo desses ganhos ocorreu com o uso de créditos securitizados, como se verá a seguir.

Analise-se, por exemplo, a questão dos créditos securitizados. De acordo com Silva (1998: 100-101), quando o governo aceita um crédito securitizado como moeda de privatização, tudo se passa como se este estivesse quitando uma dívida vencida por meio de pagamento em dinheiro. Caso o governo honrasse esses créditos mediante pagamento em moeda corrente, teria de captar recursos junto ao mercado, via emissão de títulos, a um custo mais elevado. Dessa forma, o Tesouro obtém um ganho ao aceitar moedas de privatização ao par, sob a forma de créditos securitizados – a moeda de privatização mais utilizada no âmbito do PND –, ou de outras moedas de privatização. O ganho resulta da diferença entre o custo de emissão de um título competitivo, para honrar o pagamento de um dado passivo em dinheiro, e o custo do crédito securitizado emitido, no período entre a data de emissão e a data de utilização no leilão de privatização. Em geral, quanto maior o tempo de carregamento deste papel maior será o ganho do Tesouro.

Ainda segundo Silva (1998: 101-103), o referido ganho foi mensurado em trabalho realizado pela Secretaria do Tesouro Nacional – STN, abrangendo o período entre 1991 e 1995. O diferencial entre o custo de emissão de um título competitivo da DMF-TN e o custo do Tesouro para quitar passivos, já vencidos, foi calculado tomando-se como base a taxa Selic para os títulos competitivos e indexador mais taxa de juros de cada crédito securitizado emitido, segundo seus períodos de carregamento. De acordo com os resultados do trabalho, em dezembro de 1995, houve uma economia de R\$ 1,2 bilhão com créditos securitizados utilizados no PND, e R\$ 3,04 bilhões com outros créditos securitizados ainda não utilizados no programa, perfazendo uma economia total de R\$ 4,24 bilhões por meio desse processo de renegociação de dívidas. Em termos percentuais, esse ganho representava 40,48% do valor de face dos créditos securitizados emitidos até então. Uma metodologia similar pode ser usada no cálculo do ganho do Tesouro, derivado do uso de outros tipos de moedas de privatização aceitas no PND.

Portanto, o uso de tais passivos, como moedas de privatização, possibilitou a melhoria do perfil da dívida pública, da credibilidade do governo em honrar seus compromissos e da administração da dívida pública do Tesouro, que tendem a gerar potenciais benefícios futuros (ambiente favorável para a redução das taxas de juros). Adicionalmente, houve ganhos para o Tesouro.

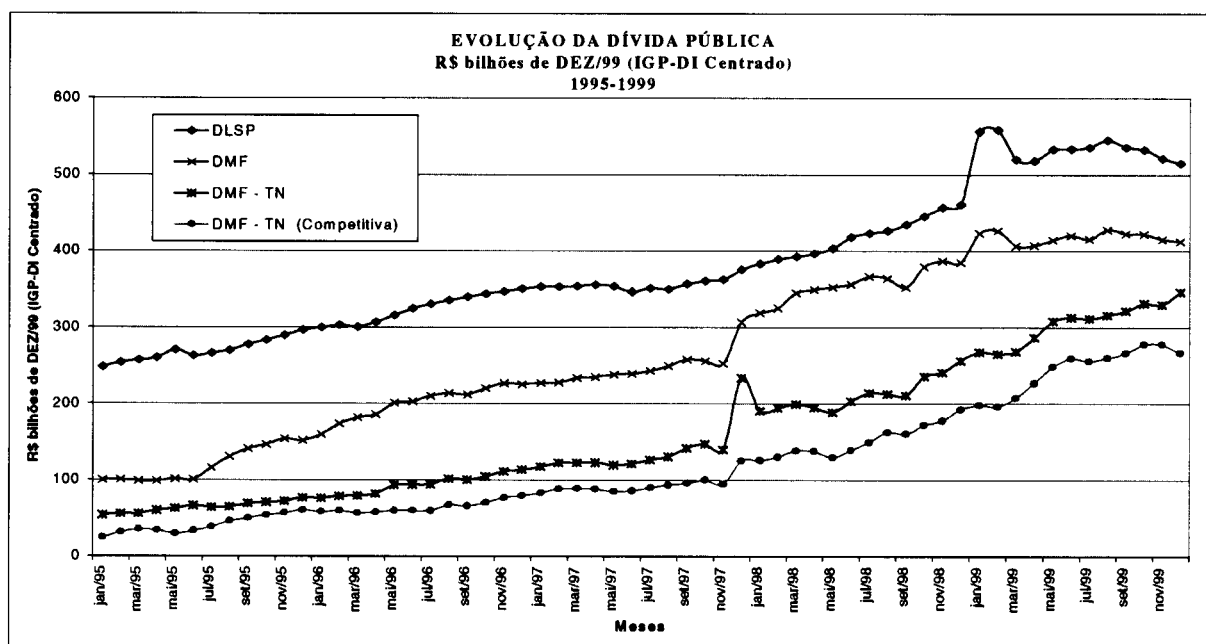
### **III.7 Impactos da Privatização sobre a DMF-TN**

Apenas a partir de 1997 – e, sobretudo em 1998, com a privatização do Sistema Telebrás –, as privatizações passaram a apresentar impactos mais significativos em termos de redução efetiva da dívida pública. Primeiro, pelo expressivo volume de receitas arrecadadas, quase na totalidade em moeda corrente. Segundo, pelo elevado volume de recursos provenientes das desestatizações federais utilizados para abater dívida interna, proporcionando uma redução no crescimento da DMF-TN e uma economia de juros correspondente, que, apesar de não terem revertido a trajetória dessa dívida e da DLSP, têm contribuído para a redução intertemporal de ambas. Terceiro, pelos resultados não menos expressivos das privatizações estaduais.

Adicionam-se, a esses fatos, as dívidas transferidas para o setor privado, que também contribuíram para a diminuição da DLSP. De fato, o programa de desestatização brasileiro tem proporcionado uma queda relativa na dinâmica de acumulação da dívida pública, como se pretende mostrar a seguir.

O Gráfico 1 mostra a evolução das principais dívidas que compõem a DLSP, no período 1995-1999. Nota-se que a DLSP, especialmente de 1998 em diante, acompanhou de perto os movimentos da DMF e que a DMF-TN foi, basicamente, determinada pela dívida mobiliária competitiva do Tesouro. A utilização das receitas em moeda corrente das privatizações federais é efetuada principalmente no resgate de títulos competitivos, os que possuem maior custo de rolagem na DMF-TN.

**Gráfico 1**



Fontes: BACEN e STN/MF. Elaboração do Autor.

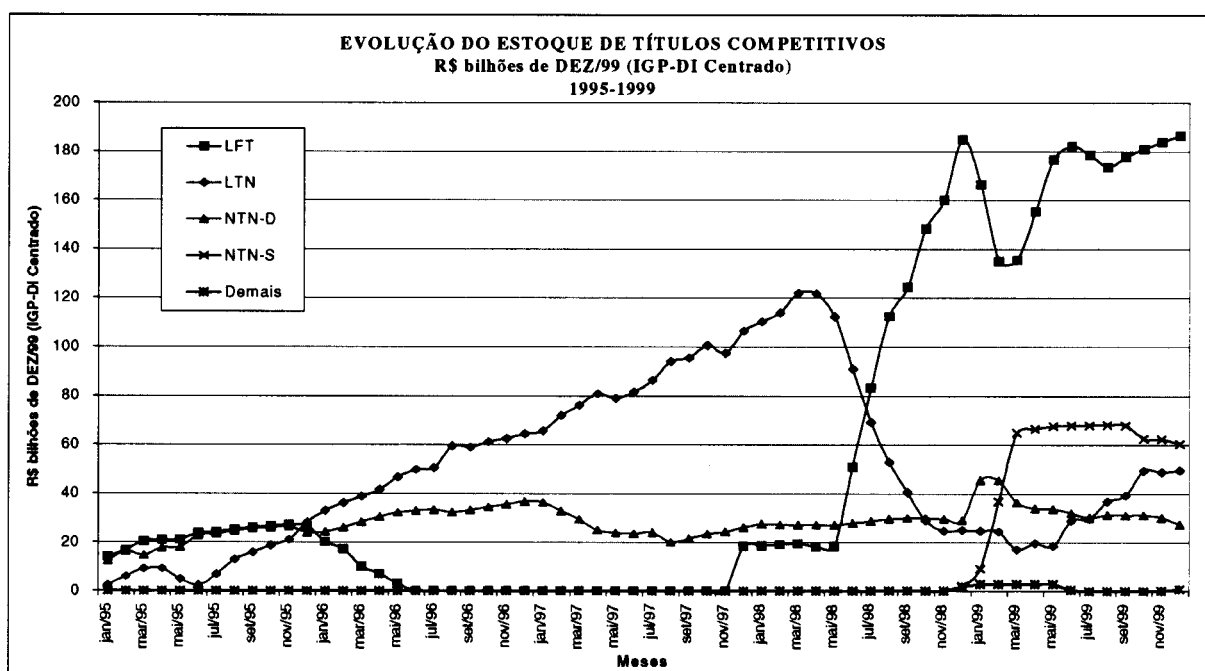
As legendas têm os seguintes significados:

- DLSP: Dívida Líquida do Setor Público;
- DMF: Dívida Mobiliária do Governo Central;
- DMF-TN: Dívida Mobiliária Federal de Emissão do Tesouro Nacional; e
- DMF-TN (Competitiva): Dívida Mobiliária Competitiva de Emissão do Tesouro Nacional.

Em primeiro lugar, procurar-se-á mostrar que a variação da taxa Selic pode ser utilizada como *proxy* do custo de oportunidade de emissões de títulos competitivos do Tesouro Nacional. Em seguida, será calculada a economia de juros decorrente da utilização de receitas de privatização sobre a DMF-TN, e, posteriormente, serão apresentadas as trajetórias dessa dívida, em dois cenários, a saber: ocorrência e não-ocorrência de privatização.

No Gráfico 2, observa-se que os títulos competitivos relevantes, no período 1995-1999, dada a magnitude de seus estoques, são as LFT, LTN<sup>68</sup>, NTN-D e NTN-S. Os demais títulos têm pouco peso no estoque total da DMF-TN. Logo, em termos práticos, mostrar que o custo de carregamento desses quatro papéis pode ser aproximado pela taxa Selic equivale a afirmar que a DMF-TN competitiva pode ter seu custo de oportunidade aproximado por essa taxa de juros.

**Gráfico 2**



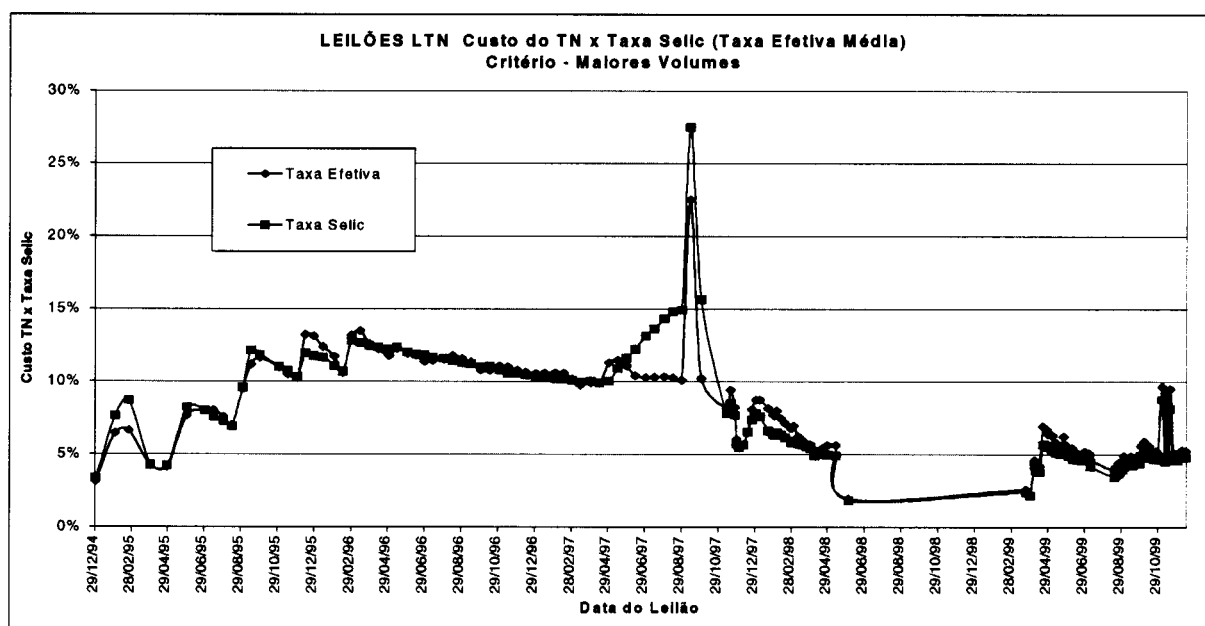
Fontes: BACEN e STN/MF. Elaboração do Autor.

<sup>68</sup> No caso das LTN, os custos do Tesouro correspondem aos maiores volumes adquiridos pelo mercado nos leilões. A razão de seguir esse procedimento é que, em várias datas de leilão, ofertaram-se LTN com prazos e volumes diversos, o que também gerou custos diversos para o Tesouro, conforme o lote. Considera-se que os custos relevantes na comparação com a taxa Selic são os correspondentes aos maiores volumes adquiridos pelo mercado, para fins de simplificação da análise. Por sua vez, não há perda de poder explicativo, uma vez que o conjunto dos lotes menores é menos representativo no volume total.

Nos Gráficos 3, 4, 5 e 6, são comparados os custos do Tesouro, definidos pelas taxas efetivas médias verificadas nos leilões, com a variação da taxa Selic durante os períodos de carregamento das LTN, LFT, NTN-D e NTN-S, entre janeiro de 1995 e dezembro de 1999.

Verifica-se que, no caso das LFT e NTN-S, os custos do Tesouro já são, praticamente, as variações da taxa Selic, nos períodos em que os títulos permaneceram em poder do público. Isso não é de se surpreender, posto que esses papéis são pós-fixados à taxa Selic<sup>69</sup>. No caso das LTN e NTN-D, os gráficos são bastante aderentes, com exceção de períodos atípicos, como os das crises externas, já mencionadas. Conclui-se, portanto, que é bastante razoável utilizar a taxa Selic como *proxy* para calcular o custo de oportunidade de novas emissões de títulos competitivos do Tesouro Nacional. Uma análise conjunta dos quatro gráficos mostra que a taxa Selic fornece um patamar inferior para o custo de rolagem da dívida competitiva de emissão do Tesouro Nacional.

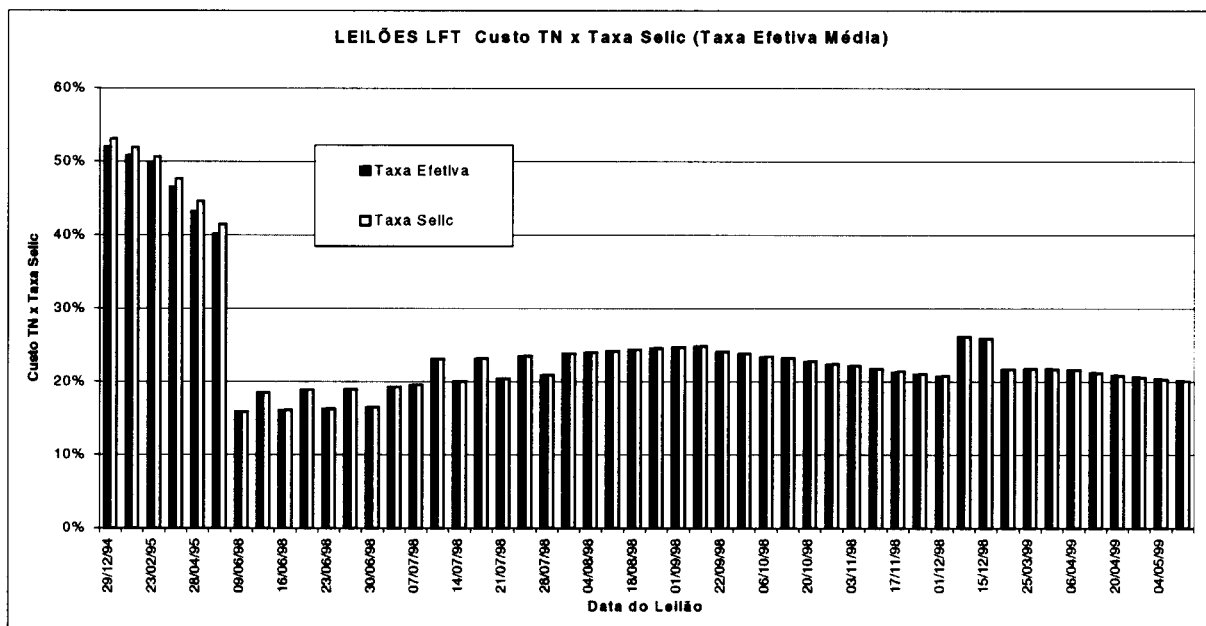
**Gráfico 3**



Fontes: BACEN e STN/MF. Elaboração do Autor.

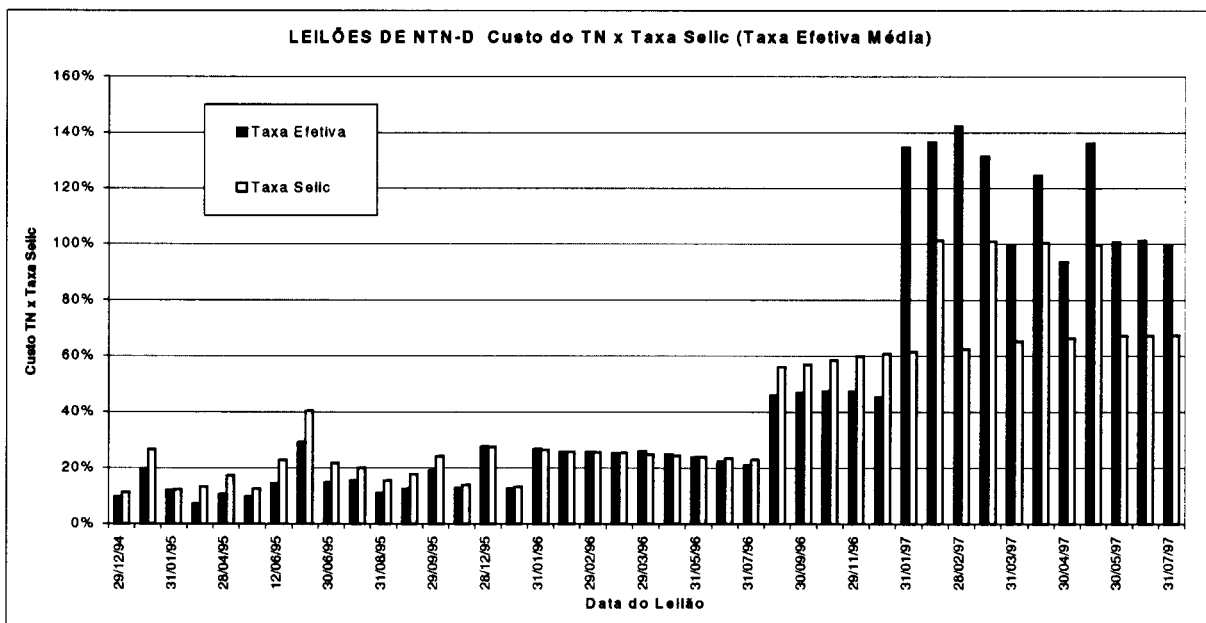
<sup>69</sup> Rigorosamente, no caso das NTN-S, essa pós-fixação à taxa Selic ocorre somente no segundo período de vigência do papel (ver as características dos títulos na Subseção III.2).

**Gráfico 4**



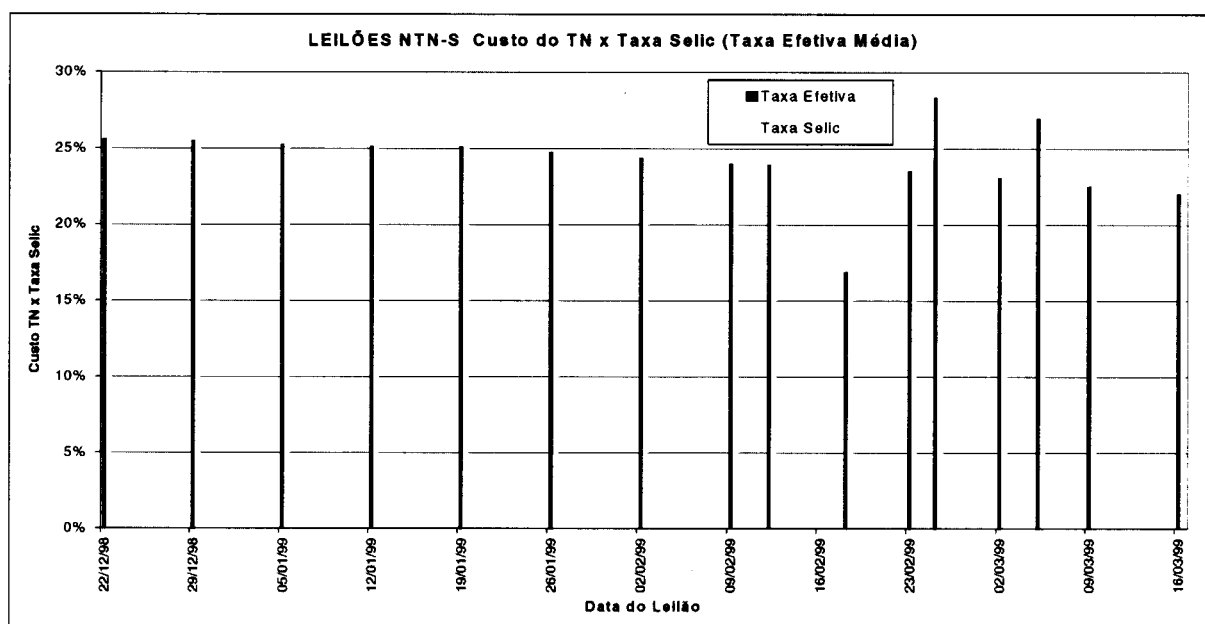
Fontes: BACEN e STN/MF. Elaboração do Autor.

**Gráfico 5**



Fontes: BACEN e STN/MF. Elaboração do Autor.

Gráfico 6



Fontes: BACEN e STN/MF. Elaboração do Autor.

A Tabela 6 mostra a economia de juros decorrente da utilização de receitas de privatização no resgate da DMF-TN. Os montantes amortizados são extraídos do SIAFI, correspondendo a valores efetivamente observados.

A metodologia de contabilização da economia de juros para as Fontes 129 e 163 baseia-se no custo de oportunidade de emissão de novos títulos competitivos nas datas de utilização dos recursos<sup>70</sup>. A análise anterior mostrou que a taxa Selic é uma boa *proxy* para definir as rentabilidades desses papéis. Por este motivo, os valores calculados foram corrigidos pelas variações dessa taxa entre as datas de utilização dos recursos e 31 de dezembro de 1999.

<sup>70</sup> A idéia que fundamenta essa metodologia baseia-se no fato de que, independentemente do tipo de dívida (competitiva ou não) a ser resgatada ou rolada, quando do seu vencimento, ou seriam utilizados recursos de outra fonte constante do orçamento, ou seriam emitidos títulos competitivos para fazer face ao resgate ou rolagem do papel. No primeiro caso, não importa a fonte de recursos, uma vez que, se não fosse utilizada uma das fontes previstas no orçamento para a privatização, os valores em moeda corrente teriam que sair de outra fonte. Assim, ao utilizarem-se receitas de privatização, ocorre sobra de recursos em outras fontes para utilização futura. No segundo caso, se houver o resgate de LFT, por exemplo, serão emitidos títulos competitivos para fazer face ao pagamento. Desta forma, o custo de oportunidade constitui-se no custo de emissão de títulos da DMF-TN competitiva.

No caso da Fonte 167, em que o alienante não foi a União, mas uma empresa sobre a qual esta detinha participação acionária indireta, os recursos, em moeda corrente, recebidos pelo alienante e repassados ao Tesouro Nacional, foram permutados por NTN-P, cuja remuneração é a TR acrescida de 6% ao ano. Assim sendo, foi deduzida da variação da Selic a remuneração das NTN-P, o que provocou uma redução na economia de juros.

No que se refere ao pagamento de concessões do Sistema Telebrás em títulos da dívida pública, baixados dos estoques em março e junho de 1999, a economia foi calculada com base na rentabilidade de cada papel que compunha a cesta de títulos.

Após essa breve explanação sobre a metodologia empregada, podem ser feitas algumas considerações referentes aos resultados obtidos na Tabela 6.

A economia de juros começa a ser contabilizada apenas em 1995. Portanto, caso fossem consideradas todas as privatizações realizadas desde o início do PND (1991), o valor obtido seria maior, apesar do grande volume de moedas de privatização verificado entre 1991 e 1994. Na verdade, o maior efeito sobre a DMF-TN, no período, foi a melhoria do perfil da dívida, embora receitas auferidas, em moeda corrente, tenham sido utilizadas no resgate da dívida pública, o que possibilitou uma economia de juros não computada, tendo em vista o período sob análise.

Os impactos das receitas de privatização sobre a DMF-TN passaram a ser mais expressivos a partir de 1997, em razão do maior volume de receitas arrecadadas, em moeda corrente, e utilizadas no resgate dessa dívida. Esse processo iniciou-se com a privatização da CVRD, que alavancou os impactos macroeconômicos do programa. A utilização de grandes montantes de recursos para abater dívida possibilita uma expressiva economia de juros no tempo. Basta observar os meses de maio de 1997 (privatização da CVRD) e agosto de 1998 (privatização do Sistema Telebrás) para comprovar tal fato.

A utilização de receitas de privatização para abater dívida mobiliária federal possibilita a colocação de menores lotes de títulos competitivos nos leilões subsequentes à utilização dos



recursos. Assim, ao ser ofertado um menor volume de títulos num leilão, menor será o prêmio cobrado pelo mercado, o que representa menores custos para o Tesouro. Um outro efeito indireto refere-se à melhoria das expectativas dos agentes, uma vez que aumenta a credibilidade do governo, o que também contribui para reduzir os custos do Tesouro. De fato, em momentos de crise de confiança, uma das primeiras medidas da administração da DMF-TN é a redução dos volumes ofertados nos leilões, especialmente no caso dos papéis prefixados. Isso visa obter menores custos na colocação dos títulos, por meio de menores taxas. Logo, é razoável supor-se que, ao reduzir o volume ofertado, geralmente, também se reduz o custo do Tesouro.

O direcionamento de recursos da privatização para o resgate de dívida pública gera um fluxo de economias com juros ao longo do tempo e, quanto mais distante no tempo tiver ocorrido a utilização desses recursos, maiores serão os ganhos do governo. Observa-se que, no caso da Fonte 167, na qual a maior parte das receitas foi utilizada em 1995, e mesmo considerando-se a dedução da remuneração das NTN-P, os valores foram significativos.

Os resultados obtidos na Tabela 6 consideram apenas a DMF-TN e estão restritos ao período 1995-1999. Assim, considerando-se nenhuma amortização adicional em 2000 e uma taxa Selic média de 17% no ano, ao valor calculado somar-se-ia R\$ 1,5 bilhão, relativo a 2000. Se fossem contabilizados outros tipos de dívida (*i.e.*, dívida externa, dívidas bancária e mobiliária dos estados e municípios, dívida bancária das empresas estatais, etc.), além das receitas utilizadas em 2000, os valores encontrados seriam certamente maiores. Entretanto, a análise se restringe à economia de juros sobre a DMF-TN, no período em questão, porquanto essa é a principal dívida pública, sendo também o cálculo dos seus custos mais simplificado do que no caso de outras dívidas, o que a torna conveniente para fins ilustrativos.

Finalmente, poder-se-ia argumentar que tal economia só foi possível devido às elevadas taxas de juros que vigoraram em alguns períodos. Entretanto, se tais receitas não fossem empregadas para abater a DMF-TN, certamente o custo de rolagem dessa dívida para o Tesouro teria sido maior, inclusive devido às altas taxas de juros.

A Tabela 7 apresenta os valores amortizados da tabela anterior, atualizados pelo IGP-DI Centrado, com base em dezembro de 1999. Observa-se que as economias com juros obtidas pela utilização de metade das receitas de venda da CVRD e da primeira parcela de pagamento do Sistema Telebrás representam, respectivamente, 70% e 33% dos recursos aplicados para abater dívida mobiliária, no mesmo mês de referência. Depreende-se que, em poucos anos, a economia com juros deverá suplantar os valores amortizados corrigidos pela inflação.

No caso da Fonte 167, mesmo deduzida a remuneração das NTN-P, a economia com juros sobre os valores amortizados, em 1995, representa, em média, 37% destes. Se os recursos utilizados fossem oriundos de alienações de ativos em que a União detivesse controle majoritário, e, portanto, classificados na Fonte 163, tais percentuais seriam bem maiores.

A Tabela 7 mostra, também, que os valores percentuais da última coluna vão caindo ao longo do tempo. Portanto, o quanto antes forem aplicados os recursos para abater dívida pública, maiores serão os ganhos do Tesouro. Logo, conclui-se que atrasos nos cronogramas de privatização podem ter impactos fiscais significativos.

Sob os prismas estritamente fiscal e financeiro, o Tesouro obteve um ganho de 25,5% sobre recursos aplicados no resgate de sua dívida nos cinco anos considerados. Esse ganho representa um valor muito superior aos dividendos que o governo deixou de arrecadar de suas empresas privatizadas, mesmo considerando-se o período em que essas empresas foram mais lucrativas (ver Tabela 7 e Anexos IV e V)<sup>71</sup>. Comparando-se a tabela com os anexos, verifica-se que a economia com juros antes mencionada suplanta, ainda, os dividendos totais arrecadados pelo Tesouro do conjunto das empresas estatais, no período 1995-1999, somados àqueles que este teria auferido das empresas privatizadas, no mesmo período, caso essas empresas tivessem permanecido sob gestão pública<sup>72</sup>.

---

<sup>71</sup> Para calcular os dividendos que deixaram de ser recebidos, foram considerados os períodos pré-privatização (quando as empresas apresentaram maior rentabilidade) e supôs-se que os resultados desses períodos seriam mantidos. O Tesouro deixou de arrecadar em dividendos cerca de R\$ 0,6 bilhão, pelo regime de competência, e R\$ 0,5 bilhão, pelo regime de caixa, conforme dados dos Anexos IV e V. Destaca-se que o Tesouro recebe dividendos apenas de suas participações majoritárias e minoritárias nas empresas estatais.

<sup>72</sup> A economia com juros, no período, alcançou R\$ 8,8 bilhões contra R\$ 7,8 bilhões, correspondentes ao somatório dos dividendos, sendo juros e dividendos contabilizados pelo regime de caixa.

Além disso, quando as receitas de privatização são empregadas para amortizar dívida pública, não há pressão sobre as contas públicas, havendo, ao contrário, melhoria no endividamento e no déficit do setor público, maximizando os impactos fiscais da privatização.

**Tabela 6**  
**PRIVATIZAÇÃO E ECONOMIA COM JUROS SOBRE A DMF-TN**  
**Receitas de Privatização Utilizadas para Resgate da DMF-TN (1995-1999)**

R\$ Milhões			
Fonte	Mês	Valor Amortizado	Economia de Juros
167	abril-95	497,52	294,90
167	setembro-95	215,27	118,06
167	dezembro-95	143,94	72,86
163	novembro-96	17,59	18,88
129	setembro-97	782,27	601,35
129	outubro-97	154,19	114,86
163	maio-97	1.550,25	1.356,73
163	julho-97	100,00	82,96
167	setembro-97	68,96	21,15
129	maio-98	2.211,19	1.039,66
163	agosto-98	9.384,87	3.767,70
163	setembro-98	264,86	102,55
129	fevereiro-99	35,39	7,71
129	abril-99	942,52	142,18
129	agosto-99	2,31	0,15
129	setembro-99	2.405,20	127,82
129	outubro-99	21,78	0,97
129	novembro-99	179,85	4,06
163	fevereiro-99	158,38	33,45
163	março-99	1,72	0,34
163	julho-99	22,83	1,91
163	agosto-99	1.771,50	119,65
163	setembro-99	137,96	6,51
163	outubro-99	98,88	3,54
163	novembro-99	18,04	0,35
163	dezembro-99	5,17	0,07
167	fevereiro-99	62,56	6,59
167	agosto-99	1,26	0,04
167	setembro-99	32,29	0,79
167	outubro-99	5,03	0,09
167	novembro-99	0,48	0,01
TiT	março-99	3.885,94	413,82
TiT	junho-99	4.091,71	253,79
<b>TOTAL</b>			<b>8.715,51</b>

Fonte: STN/MF (SIAFI). Elaboração do Autor.

- OBS:** (1) Fonte 129: Receitas de Concessões.  
 (2) Fonte 163: Reforma Patrimonial - Privatizações.  
 (3) Fonte 167: Recursos em moeda corrente recebidos pelo TN após permuta por NTN-P com os alienantes.  
 (4) TiT: Refere-se à segunda e terceira parcelas da Telebrás repassadas em títulos, pelo BNDES, ao TN.  
 Valores baixados dos estoques em março e junho, respectivamente.

Tabela 7

**PRIVATIZAÇÃO E ECONOMIA COM JUROS SOBRE A DMF-TN**  
**Receitas de Privatização Utilizadas para Resgate da DMF-TN (1995-1999)**  
**Atualizado para Dezembro/99 (IGP-DI Centrado)**

R\$ milhões de Dezembro/99

Fonte	Mês	Valor Amortizado	Parciais Fonte/Ano	Parciais Ano	Economia de Juros	Econ/Val Amort (%)
167	abril-95	769,17			294,90	38,34
167	setembro-95	315,60			118,06	37,41
167	dezembro-95	205,62	1.290,40	1.290,40	72,86	35,43
163	novembro-96	23,29	23,29	23,29	18,88	81,05
129	setembro-97	975,74			601,35	61,63
129	outubro-97	191,21	1.166,95		114,86	60,07
163	maio-97	1.956,00			1.356,73	69,36
163	julho-97	125,65	2.081,66		82,96	66,03
167	setembro-97	86,01	86,01	3.334,62	21,15	24,59
129	maio-98	2.675,30	2.675,30		1.039,66	38,86
163	agosto-98	11.402,83			3.767,70	33,04
163	setembro-98	321,90	11.724,73	14.400,03	102,55	31,86
129	fevereiro-99	40,01			7,71	19,28
129	abril-99	1.056,63			142,18	13,46
129	agosto-99	2,48			0,15	6,22
129	setembro-99	2.532,88			127,82	5,05
129	outubro-99	22,44			0,97	4,30
129	novembro-99	181,88	3.836,31		4,06	2,23
163	fevereiro-99	179,04			33,45	18,69
163	março-99	1,93			0,34	17,92
163	julho-99	24,80			1,91	7,69
163	agosto-99	1.896,85			119,65	6,31
163	setembro-99	145,28			6,51	4,48
163	outubro-99	101,87			3,54	3,48
163	novembro-99	18,24			0,35	1,93
163	dezembro-99	5,17	2.373,19		0,07	1,43
167	fevereiro-99	70,72			6,59	9,31
167	agosto-99	1,35			0,04	3,05
167	setembro-99	34,00			0,79	2,32
167	outubro-99	5,18			0,09	1,70
167	novembro-99	0,48	111,74		0,01	1,09
TIT	março-99	4.349,55			413,82	9,51
TIT	junho-99	4.512,92	8.862,47	15.183,71	253,79	5,62
<b>TOTAIS</b>		<b>34.232,05</b>			<b>8.715,51</b>	<b>25,46</b>

Fonte: STN/MF (SIAFI). Elaboração do Autor.

OBS: (1) Fonte 129: Receitas de Concessões.

(2) Fonte 163: Reforma Patrimonial - Privatizações.

(3) Fonte 167: Recursos em moeda corrente recebidos pelo TN após permuta por NTN-P com os alienantes.

(4) TIT: Refere-se à segunda e terceira parcelas da Telebrás repassadas em títulos, pelo BNDES, ao TN.

Valores baixados dos estoques em março e junho, respectivamente.

O Gráfico 7 mostra a evolução da DMF-TN, considerando os cenários de ocorrência e não-ocorrência de privatização. Observa-se que, em alguns períodos, a DMF-TN com privatização é inclusive menor do que a verificada sem a presença das privatizações. Isso se deve a três fatores.

Primeiro, entre 1991 e 1994, um volume considerável de receitas já havia sido aplicado no resgate da DMF-TN, o que não pôde ser captado no gráfico. Além disso, entre 1995 e 1996, os recursos utilizados para abater a referida dívida não foram expressivos. Enquanto isso, eram realizadas emissões regulares de NTN-P para permuta, por moeda corrente, junto aos alienantes das empresas sobre as quais a União detinha participação indireta. Ou seja, já havia um estoque prévio de NTN-P. Assim, por um lado, as privatizações aumentavam a DMF-TN, enquanto seus impactos positivos ainda não eram captados, tendo em vista o período considerado no gráfico. A maior contribuição das receitas de privatização, até então, foi o alongamento do perfil da dívida.

Segundo, em setembro de 1997, houve o *clearing* do setor público, quando um grande saldo de moedas de privatização foi permutado por NTN-P, o que elevou o estoque deste título em mais de R\$ 8 bilhões em um único mês, gerando o mesmo efeito sobre a DMF-TN.

Terceiro, o ponto de inflexão para a redução da DMF-TN só veio a ocorrer em maio de 1997, quando da venda da CVRD, devido ao expressivo aumento de receitas de privatização em moeda corrente utilizadas para amortizar essa dívida. Entretanto, devido ao estoque de NTN-P existente e à ocorrência do *clearing* do setor público, que elevou substancialmente o estoque deste título em mercado, houve, inicialmente, uma compensação desse efeito. Reduções efetivas sobre a dívida mobiliária só puderam ser percebidas após agosto de 1998, quando grandes volumes de recursos haviam sido utilizados para abater tal dívida (ver Tabelas 7 e 8 e Gráfico 7).

Verifica-se, no Gráfico 7, que a partir do momento que as receitas de privatização começam efetivamente a impactar a dívida mobiliária, há um descolamento das trajetórias dessa dívida, nos dois cenários. A magnitude desse descolamento depende dos estoques da

DMF-TN e NTN-P, e dos montantes de recursos utilizados para abater a dívida mobiliária de emissão do Tesouro.

O Gráfico 8 mostra a evolução do estoque de NTN-P, no período 1995-1999, registrando claramente a ocorrência do *clearing* do setor público, em setembro de 1997. A partir de então, o estoque desse título apresenta crescimento mais acentuado. Em outubro de 1998, a trajetória do estoque desse papel torna-se descendente. Tendo em vista essas considerações, e comparando-se a Tabela 7 com os Gráficos 7 e 8, pode-se perceber como os efeitos da utilização das receitas de privatização no resgate da dívida do Tesouro são amortecidos pelas NTN-P.

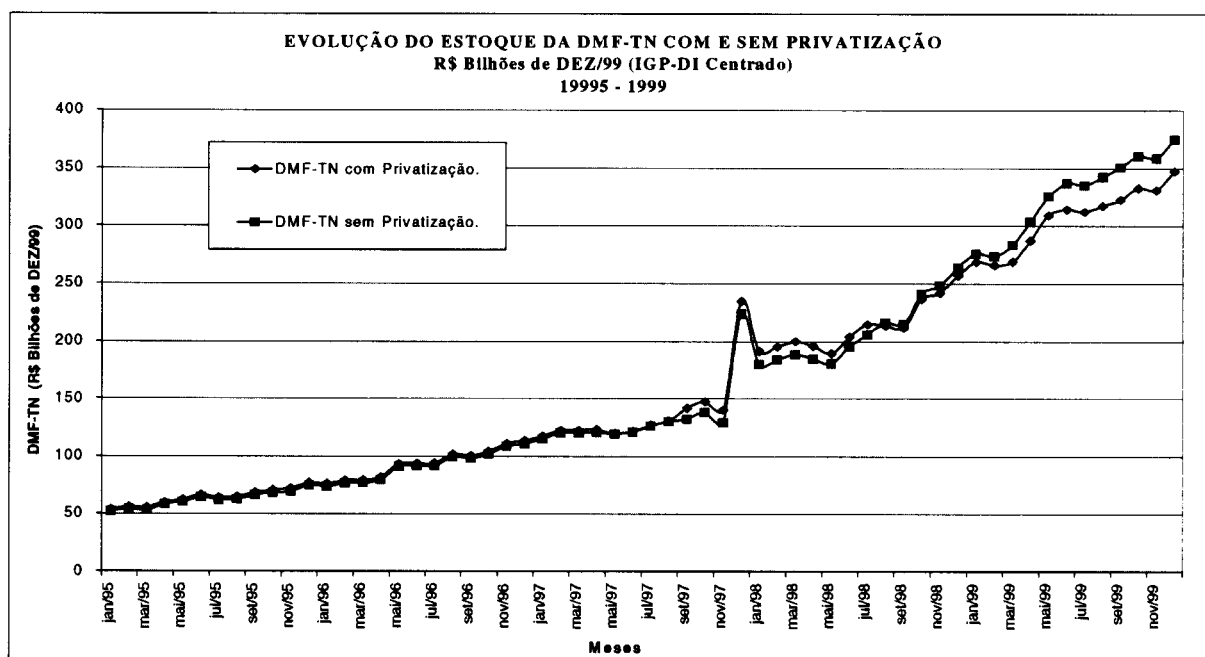
Considerando-se a ausência do programa de desestatização, o estoque da DMF-TN, em dezembro de 1999, seria R\$ 27,6 bilhões superior ao efetivamente observado com as privatizações. Ressalta-se que o resultado obtido representa, na realidade, uma subestimativa do real valor, dado o período analisado. Entretanto, ele fornece um patamar inferior para a potencial contribuição da privatização, no que toca à redução da dívida mobiliária do Tesouro. Supondo-se a inexistência do estoque de NTN-P, o valor calculado anteriormente seria R\$ 39,4 bilhões<sup>73</sup>, ou seja, o estoque da DMF-TN seria R\$ 39,4 bilhões maior do que o verificado, em dezembro de 1999.

O elevado estoque de NTN-P é consequência da forma como foram estruturadas as empresas estatais no país, tendo o Tesouro Nacional uma variedade de sócios em suas empresas estatais. Além disso, o modelo de venda fragmentada, adotado no Brasil, dificulta a transferência direta das receitas das alienações para o Tesouro.

---

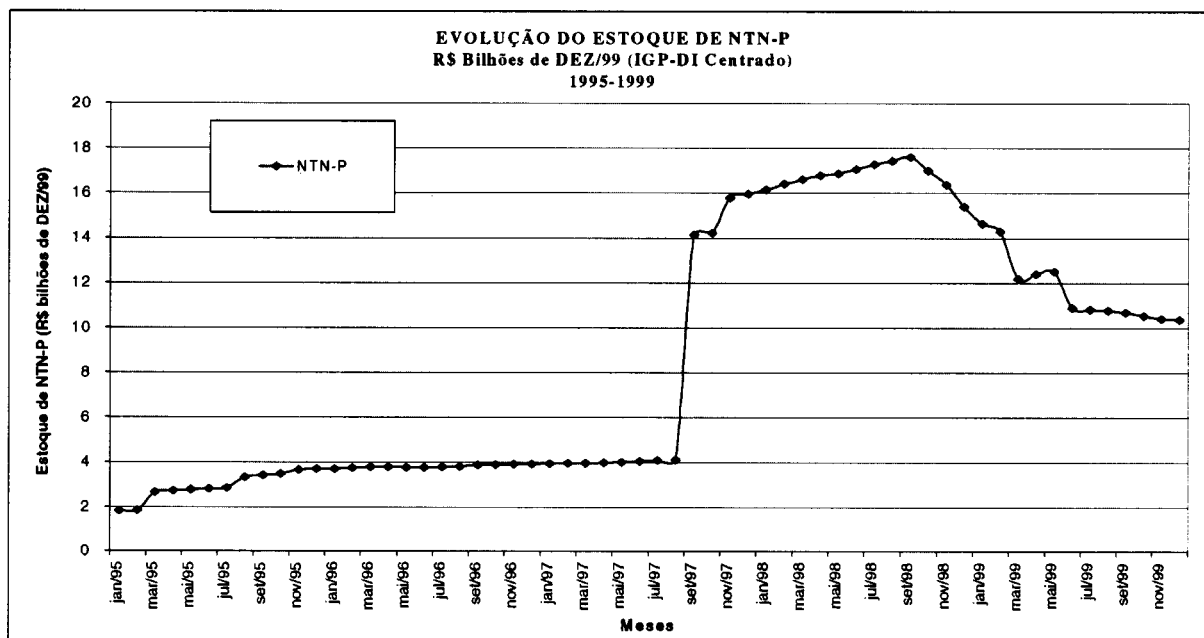
<sup>73</sup> Em dezembro de 1999, o estoque de NTN-P era de R\$ 10,3 bilhões. Além disso, a economia com juros seria maior, uma vez que todos os valores amortizados seriam corrigidos pela taxa Selic, não havendo a necessidade de deduzir-se a remuneração das NTN-P.

**Gráfico 7**



Fonte: STN/MF. Elaboração do Autor.

**Gráfico 8**



Fonte: STN/MF. Elaboração do Autor.

Como discutido nas Seções II.1 e III.4, em muitos casos, quando uma estatal é privatizada, os recursos obtidos com a privatização não pertencem diretamente à União, mas à estatal controladora da empresa alienada. Isso ocorre, por exemplo, quando as empresas vendidas são subsidiárias ou coligadas de estatais nas quais o Tesouro é o acionista majoritário. Dessa forma, o alienante não é o Tesouro, mas uma estatal sobre a qual este detém o controle direto. No caso da venda de empresas coligadas, a questão é ainda mais complicada, uma vez que o vendedor é uma subsidiária da estatal controladora.

Assim sendo, o caminho percorrido pelos recursos obtidos com a privatização para o caixa do Tesouro torna-se mais lento do que se as ações do Tesouro na controladora fossem vendidas. Uma forma de o governo apropriar-se rapidamente dos recursos auferidos com a privatização seria vender suas participações na empresa controladora, o que englobaria as subsidiárias ou controladas alienadas. Entretanto, questões concernentes à eficiência não recomendam tal procedimento. O que ocorre na prática é que os recursos arrecadados em moeda corrente, ou moedas de privatização, são permutados por NTN-P.

Ressalta-se que, apesar do fato de as NTN-P atenuarem o impacto das privatizações sobre a dívida, ainda assim estas proporcionam ganhos para o governo. Primeiro, porque possibilitam o alongamento do perfil da dívida, em condições favoráveis para o Tesouro. Segundo, porque os valores recebidos dos alienantes pelo Tesouro, em moeda corrente, são utilizados prioritariamente para abater dívida pública, o que proporciona economia de juros, dada pelo diferencial entre o custo de oportunidade de novas emissões de títulos competitivos para rolar a dívida vincenda e a remuneração das NTN-P (TR mais 6% ao ano). Terceiro, porque quando as NTN-P são permutadas por moedas de privatização, estas são baixadas dos estoques do Tesouro sem que as empresas alienantes recebam qualquer remuneração adicional sobre esses papéis<sup>74</sup>.

Para analisar o processo expurgando-se o efeito das emissões de NTN-P, foi construído o Gráfico 9, que mostra a evolução da DMF-TN competitiva. Neste caso, não estão incluídos o

---

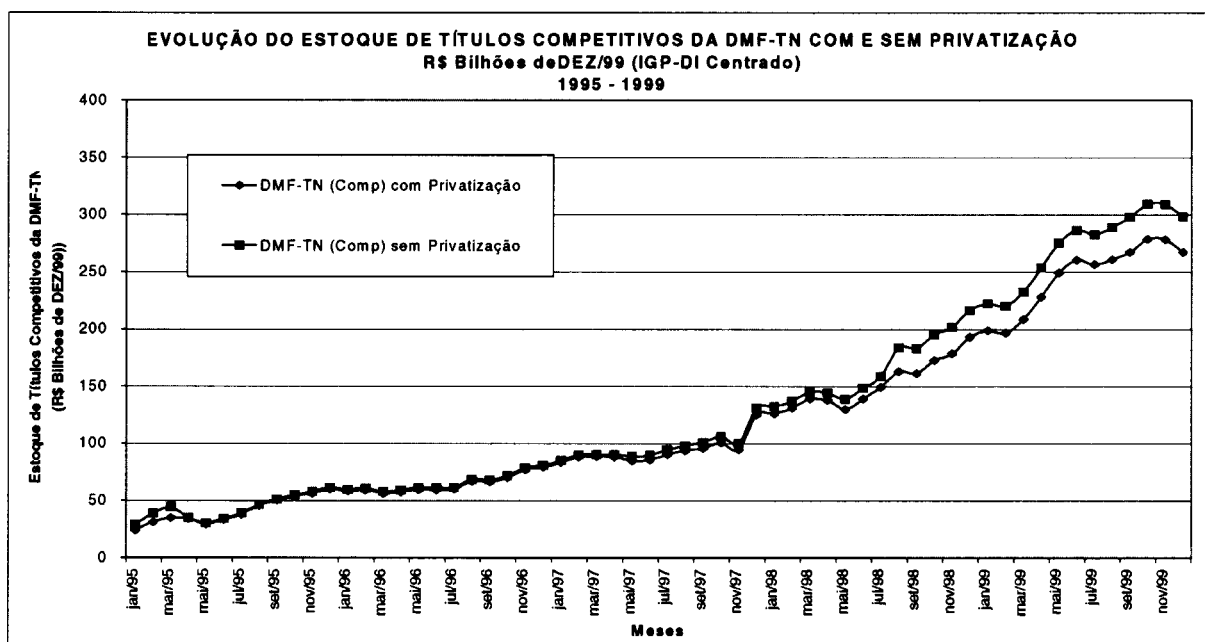
<sup>74</sup> Um problema que surge relativo ao processo de *clearing*, sugerindo que há um certo ganho para o governo, relaciona-se ao fato que as empresas controladoras, cujas subsidiárias foram privatizadas, argumentam que o valor presente das NTN-P é menor do que o valor dos recursos obtidos com a venda.



estoque de NTN-P e as receitas referentes ao pagamento da segunda e terceira parcelas da privatização do Sistema Telebrás, repassadas pelo BNDES ao Tesouro Nacional sob a forma de títulos da dívida mobiliária do próprio Tesouro<sup>75</sup>. Tais títulos foram abatidos diretamente do estoque da DMF-TN em março e junho de 1999.

Em dezembro de 1999, R\$ 30,8 bilhões em títulos competitivos da dívida mobiliária deixaram de ser emitidos, por conta dos recursos arrecadados com as privatizações e utilizados no resgate da DMF-TN, considerando-se o período 1995-1999. Esse fato proporcionou uma economia significativa para o Tesouro, em termos de custos de rolagem de sua dívida ao longo do tempo. Computando-se o valor presente da cesta de títulos, no final do período, as emissões de papéis competitivos teriam sido reduzidas em R\$ 39,4 bilhões.

**Gráfico 9**



Fonte: STN/MF. Elaboração do Autor.

<sup>75</sup> A razão da exclusão desses papéis é que eles compunham uma cesta de títulos com variados prazos de resgate, que extrapolavam o período sob análise.

### III.8 Impactos da Privatização sobre a DLSP

Nesta seção, pretende-se analisar a contribuição da privatização para a melhoria da dinâmica de acumulação da DLSP, no período 1995-1999. Se positiva, tal contribuição estará auxiliando o esforço de ajuste fiscal e terá impactos favoráveis sobre a restrição orçamentária intertemporal do governo, bem como terá proporcionado a redução das NFSP no período.

O objetivo é medir as magnitudes dos estoques da DLSP, considerando-se a ocorrência e a não-ocorrência de privatização, no período em estudo. Por fim, comparam-se os valores dos estoques nos dois cenários, tomando-se como base o mês de dezembro de 1999. Da forma como serão estruturados os resultados, seguem-se, como resultados complementares, os efeitos sobre a Dívida Fiscal Líquida – DFL e as NFSP<sup>76</sup>.

Inicialmente, deve-se considerar que, apesar do crescimento da DLSP, a dívida líquida das estatais tem-se reduzido, particularmente a partir de 1997, como se pode observar na Tabela 8. Tal redução deve-se principalmente à queda da dívida interna dessas empresas, para o que contribuiu, decisivamente, a entrada dos estados e municípios no programa em 1996. Esse fato pode ser apontado como um dos efeitos do programa de desestatização. Empresas deficitárias que pressionavam a DLSP foram privatizadas, extintas ou liquidadas. Algumas estatais passaram por processos de saneamento financeiro, houve aumento de produtividade de empresas que permaneceram sob controle estatal e um volume considerável de dívidas foi transferido para o setor privado com as privatizações<sup>77</sup>. Isso possibilitou a redução dos encargos financeiros do conjunto das estatais, embora tenha ocorrido a assunção de dívidas pelo governo central, principalmente no caso de empresas extintas ou liquidadas. Essa assunção, *cæteris paribus*, não afeta a DLSP, uma vez que se trata da transferência de dívidas de uma esfera de governo para outra (das empresas estatais para o governo central).

---

<sup>76</sup> Trata-se das NFSP sob a ótica “abaixo da linha”, ou simplesmente NFSP, que é a utilizada nas estatísticas oficiais do governo.

<sup>77</sup> Quando uma empresa é privatizada, as dívidas transferidas para o setor privado deixam de ser contabilizadas na DLSP, uma vez que estas saem do cálculo da dívida líquida das estatais.

No que se refere à dívida externa das estatais, estas vêm sofrendo redução desde 1996 – com exceção de 1999 – o que pode ser atribuído aos efeitos da desvalorização cambial, que afetaram toda a dívida.

A Tabela 8 mostra também que, enquanto houve um decréscimo na dívida líquida total das empresas estatais, o mesmo não ocorreu com os estados e municípios e o governo central. Nesse último caso, a dívida interna praticamente quadruplicou no período. Quanto à dívida interna total, embora a sua taxa de crescimento tenha sido menor do que a do governo central, esta também cresceu significativamente, chegando a 79% da DLSP total no final do período. Dado esse quadro, a maior parte das receitas de privatização tem sido utilizada para amortizar diversos componentes da dívida pública interna em todas as esferas de governo, embora recursos tenham sido aplicados no resgate da dívida externa. A prioridade na redução do estoque e melhoria do perfil da dívida interna se justifica pelo seu elevado custo de rolagem, prazos reduzidos e heterogeneidade de passivos.

**Tabela 8**  
**DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO - DLSP**  
**1994 - 1999**

ESFERA DE GOVERNO		(Em % do PIB)					
		Ano					
		1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Governo Federal e BACEN</b>	Dívida Líquida	12,3	12,1	16,4	19,1	26,0	30,4
	Dívida Interna	6,2	8,9	14,8	17,1	21,6	22,4
	Dívida Externa	6,1	3,2	1,6	2,0	4,4	8,0
<b>Governos Estaduais e Municipais</b>	Dívida Líquida	9,5	9,7	11,9	13,2	14,7	16,4
	Dívida Interna	9,2	9,4	11,5	12,7	14,0	15,5
	Dívida Externa	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9
<b>Empresas Estatais</b>	Dívida Líquida	6,8	6,1	6,0	2,8	2,7	2,8
	Dívida Interna	4,9	4,5	4,0	0,9	1,3	1,3
	Dívida Externa	1,9	1,6	2,0	1,9	1,4	1,5
<b>TOTAL</b>	DLSP Total	28,6	27,9	34,3	35,1	43,4	49,7
	Dívida Interna	20,3	22,8	30,3	30,8	37,0	39,2
	Dívida Externa	8,3	5,1	4,0	4,4	6,4	10,5
	Dívida Fiscal Líquida	-	27,9	32,4	35,0	42,7	45,8
	Ajuste Patrimonial Líquido	-	-	1,9	0,1	0,7	3,9

Fonte: BACEN/MF. Elaboração do Autor.

Na Seção III.7, foi analisado o impacto da utilização das receitas de privatização sobre a DMF-TN. Tal análise forneceu o arcabouço metodológico a ser utilizado. Naquela seção, mostrou-se que a taxa Selic é uma boa *proxy* para calcular o custo de oportunidade de novas emissões de títulos competitivos da dívida mobiliária do Tesouro para a rolagem de sua dívida pública. Nesta seção, utiliza-se o mesmo tipo de procedimento, sendo que, cada um dos itens componentes da DLSP afetados pela privatização tem a sua taxa *proxy* ou taxa implícita correspondente<sup>78</sup>. O Quadro 3 apresenta essas taxas tal qual se configuram atualmente<sup>79</sup>.

**Quadro 3**  
**DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO**  
**Taxas *Proxy* para Fins de Atualização dos Saldos da DLSP**

<b>Especificação</b>	<b>Taxa <i>Proxy</i></b>	<b>Especificação</b>	<b>Taxa <i>Proxy</i></b>
<b>Dívida Interna Líquida</b>			
Governo Federal e Banco Central		Empresas Estatais	
Títulos públicos federais	Selic	Federais	
Dívida bancária líquida	TR + 7,2% a.a	Dívida bancária	TJLP + 8,3% a.a
Moedas de privatização	Taxa Implícita	Dívida com empreiteiros e fornecedores	Selic
Recursos do FAT	TJLP	Debêntures	IGP-DI + 6,0% a.a
Outros depósitos no Banco Central	Taxa Implícita	Carteira de tít. púb. das emp. estatais	Selic
Créditos do Bacen às inst. financeiras	Taxa Implícita	Renegociação (Lei nº 8.727/1993)	IGP-M + 6,0% a.a
Renegociação (Lei nº 8.727/1993)	IGP-M + 6,0% a.a	Estaduais	
Carteira de fundos	Taxa Implícita	Dívida bancária	TJLP + 10,4% a.a
Demais contas do Banco Central	Taxa Implícita	Carteira de tít. púb. das emp. estatais	Selic
Previdência social	0,97 * Selic	Renegociação (Lei nº 8.727/1993)	IGP-M + 6,0% a.a
Governos Estaduais		Municipais	
Dívida mobiliária líquida	Selic	Dívida bancária	TJLP + 6,9% a.a
Dívida bancária	TR + 19,7% a.a	Renegociação (Lei nº 8.727/1993)	IGP-M + 6,0% a.a
Renegociação (Lei nº 8.727/1993)	IGP-M + 6,0% a.a	<b>Dívida Externa Líquida</b>	
Governos Municipais		Governo Federal e Banco Central	Libor + <i>Spread</i>
Dívida mobiliária líquida	Selic	Governos Estaduais	Libor + <i>Spread</i>
Dívida bancária	TR + 19,7% a.a	Governos Municipais	Libor + <i>Spread</i>
Renegociação (Lei nº 8.727/1993)	IGP-M + 6,0% a.a	Empresas Estatais	Libor + <i>Spread</i>

Fonte: BACEN/MF.

<sup>78</sup> A taxa implícita é simplesmente o quociente entre os juros nominais apropriados em determinado período e o estoque da dívida correspondente no final desse período.

<sup>79</sup> Tais taxas são divulgadas regularmente pelo Banco Central. A renegociação das dívidas estaduais sob o amparo da Lei nº 9.496/97 é atualizada pelo IGP-M + 6% ao ano, sendo que, para a DLSP total, os créditos e débitos se cancelam.

As receitas de privatização são parte integrante do item “ajuste patrimonial líquido”<sup>80</sup>, empregado no cálculo da DFL. Os principais componentes da DLSP afetados pela utilização dos recursos da privatização e pelas dívidas transferidas são os seguintes:

- títulos públicos federais (dívida mobiliária fora do Banco Central);
- moedas de privatização – Governo Central;
- dívida mobiliária líquida – Governos Estaduais;
- dívida mobiliária líquida – Governos Municipais;
- dívida bancária líquida – Governo Central;
- dívida bancária – Governos Estaduais;
- dívida bancária – Governos Municipais;
- dívida bancária – Empresas Estatais Federais;
- dívida bancária – Empresas Estatais Estaduais;
- dívida externa líquida – Empresas Estatais;
- debêntures – Empresas Estatais;
- depósitos à vista – Governos Estaduais;
- depósitos à vista – Governos Municipais;
- depósitos à vista – Empresas Estatais; e
- renegociação (Lei nº 8.727/93) – Governos Estaduais e Municipais.

Para analisar a efetividade do uso das receitas de privatização na redução da dívida líquida do setor público, são necessárias informações como: montante de recursos utilizados para abater dívida pública, taxas de atualização de cada dívida e as respectivas datas de utilização dos recursos. Os valores que servem de base para os cálculos encontram-se na Tabela 6 e nos Anexos VIII a XXII, abrangendo o período 1995-1999, com exceção dos ajustes patrimoniais e dos dados relacionados aos estados e municípios (1996 a 1999)<sup>81</sup>. As

---

<sup>80</sup> O ajuste patrimonial líquido corresponde à diferença entre o ajuste patrimonial e o ajuste privatização, conforme a terminologia tradicional das publicações do Banco Central (*e.g.*, Nota para a Imprensa). Entretanto, é comum empregar-se a expressão “ajuste patrimonial” significando ajuste patrimonial líquido.

<sup>81</sup> Em ambos os casos, os registros oficiais começam a contabilizar tais dívidas em 1996. No caso específico dos estados e municípios, isso ocorreu porque o processo de privatização dessas esferas de governo incrementou-se a partir daquele ano.

taxas usadas para a correção dos estoques encontram-se no Quadro 3<sup>82</sup>. Os cálculos são baseados nas equações do modelo da Seção II.4. A Tabela 9 contém os resultados obtidos.

No cenário sem privatização, foram deduzidos os estoques mensais de NTN-P, ao longo do período 1995-1999 (o estoque acumulado situou-se em 1% do PIB em dezembro de 1999), fazendo com que a privatização reduzisse efetivamente o saldo da DMF somente a partir de 1998, pelos motivos já expostos (ver Gráfico 7 da seção anterior). Portanto, se a União detivesse o controle acionário direto de todas as empresas privatizadas, a contribuição da DMF para a redução da DLSP (2,7% do PIB) teria sido maior em, pelo menos, 1% do PIB. Isso acontece porque a estruturação do setor estatal no Brasil, além de afetar a redução da dívida pública, influencia a destinação dos recursos da privatização.

Observa-se que os efeitos da privatização sobre a dívida externa líquida federal foram bem positivos, apesar de o volume de receitas utilizadas para abater essa dívida não ter sido tão expressivo como no caso da dívida interna. As dívidas externas transferidas das estatais federais, quando das alienações dessas empresas, além dos reflexos da desvalorização cambial sobre o estoque da dívida externa pública, em 1999, explicam a redução, proporcionada pela privatização, de 1,1% do PIB na dívida externa líquida do governo central no final de 1999.

A privatização também apresentou reflexos positivos sobre as dívidas bancárias das estatais federais, concorrendo para a sua redução. Tal fato se deve principalmente ao volume de dívidas transferidas para o setor privado, quando das privatizações. Já as moedas de privatização, como era de se esperar, concorreram com uma menor contribuição para a diminuição da DLSP, seja porque foram menos utilizadas no período, seja pela menor remuneração desses papéis.

No total, as privatizações federais contribuíram para uma redução de 4,8% do PIB na dívida líquida do setor público nos cinco anos considerados. Esse resultado só não foi melhor devido ao fato de que os maiores volumes de recursos em moeda corrente utilizados no resgate

---

<sup>82</sup> Os depósitos à vista foram contabilizados na base monetária líquida (base monetária menos arrecadações a recolher menos depósitos à vista), um passivo não oneroso.

da dívida pública federal só foram verificados a partir de 1997<sup>83</sup>. Além disso, o período analisado inicia-se em 1995.

Destaca-se a contribuição das privatizações estaduais, apesar de os estados terem entrado no programa em 1996. Somando-se os recursos utilizados para abater diversos tipos de dívidas estaduais às dívidas transferidas para o setor privado, tem-se um decréscimo na DLSP de 3,6% do PIB. Tal decréscimo suplantou, inclusive os efeitos da privatização sobre a DMF, devido ao estoque de NTN-P. A contribuição das privatizações estaduais para a redução da dívida líquida ficou apenas 1,2% do PIB abaixo das privatizações federais, considerando-se todo o período sob análise (1995-1999), o que reflete a importância da contribuição dos estados para a redução da dívida e o esforço de ajuste fiscal do setor público consolidado.

Quanto ao cálculo do novo ajuste patrimonial, foram desconsiderados aqueles itens expressamente relacionados à existência do programa (tais como emissões de NTN-P e transferências de dívidas e aplicações para o setor privado, entre outros), além de algumas securitizações de dívidas. O ajuste privatização também foi desconsiderado, uma vez que, supondo-se a inexistência das privatizações, não haveria razão para contabilizá-lo. Verificou-se, desse modo, a contribuição das desestatizações no sentido de abrandar os efeitos dos ajustes patrimoniais. Sem as privatizações, o ajuste patrimonial líquido tornar-se-ia maior em 3,1% do PIB.

Ressalta-se que, os "esqueletos" que originaram a maior parte das securitizações de dívidas, relacionadas ao programa de privatização, mais cedo ou mais tarde entrariam na contabilidade pública. Ocorre que, tais "esqueletos" são explicitados quando das privatizações, mas tratam-se de dívidas existentes, na maioria vencidas, e que, portanto, já deveriam ter sido pagas, como já salientado. Logo, a ausência de privatização teria impactado o ajuste patrimonial líquido de forma mais intensa, caso se considerasse que tais passivos não são derivados do programa de privatização propriamente dito, mas explicitados por este.

---

<sup>83</sup> Assim, quanto mais rapidamente forem aplicados os recursos para abater dívida pública, maiores serão os ganhos fiscais. A exemplo do que foi afirmado para a DMF-TN, atrasos nos cronogramas de privatização têm impactos fiscais negativos.

Comparando-se os estoques da DLSP, nos dois cenários, observa-se que, supondo-se a ausência de privatização, há um aumento dessa dívida em 8,4% do PIB ao final de 1999. Esse percentual representa R\$ 87,8 bilhões, a preços de dezembro de 1999<sup>84</sup>. O estoque da DLSP, o ajuste patrimonial líquido e a DFL seriam 58,1%, 7,0% e 51,1% do PIB, sem privatização, contra 49,7%, 3,9% e 45,8% do PIB, respectivamente, registrados com privatização no final mesmo ano (ver Tabela 9).

Poder-se-ia argumentar, entretanto, que houve "custos"<sup>85</sup> envolvidos no processo, não contabilizados nas simulações aqui apresentadas. A esse respeito, podem ser feitas as considerações a seguir.

A privatização não muda o fato de existirem algumas dívidas reconhecidas e dívidas "mais ou menos" explicitadas, de responsabilidade de determinada empresa estatal, independentemente da existência ou não da privatização. Alguns exemplos são dívidas trabalhistas, tributárias e junto ao INSS; dívidas com fornecedores, dívidas com fundos de pensão e alguns "esqueletos". A privatização também não muda o fato de ser necessária a realização de uma ampla reestruturação na empresa, o que inclui o seu saneamento financeiro, independentemente da existência ou não da privatização.

Ocorre que, com a privatização, os problemas patrimoniais da estatal, necessariamente, têm de ser sanados. Passivos que já existiam antes da alienação da empresa são explicitados, e a estatal é reestruturada e saneada financeiramente. Tais medidas possibilitam a privatização de empresas que sempre apresentaram prejuízos. Isso ocorre porque estatais deficitárias não seriam adquiridas pelo setor privado sem ajustes financeiros prévios, que podem incluir a assunção de parte dos passivos por uma estatal controladora ou pelo governo.

Entretanto, se os desequilíbrios existem, com ou sem privatização, então mais cedo ou mais tarde eles têm de ser solucionados, e, possivelmente, a custos mais elevados para o

---

<sup>84</sup> Para fins de exposição dos valores em reais, considera-se o PIB mensal valorizado pelo IGP-DI Centrado, a preços do mês de referência, uma vez que esse é o PIB calculado e usado pelo Banco Central na contabilização da DLSP.

<sup>85</sup> O termo "custos" será utilizado para indicar potenciais pressões indiretas sobre a dívida pública em função das privatizações.



governo e com maiores prejuízos para as contas públicas, se forem postergados. Portanto, quanto maior for o tempo decorrido para a implementação das medidas, maiores serão os impactos negativos para o setor público, supondo-se a inexistência da privatização. Nesse sentido, a privatização tende apenas a reduzir esse tempo transcorrido, até que a empresa seja saneada. O cálculo apresentado não capta esses efeitos.

Além disso, o programa deve ser analisado em sua totalidade, e diversos aspectos devem ser considerados. Observa-se, por exemplo, na Tabela 1, a queda acentuada dos juros nominais das estatais; na Tabela 3, a melhoria de rentabilidade das empresas que permaneceram estatais; e, na Tabela 8, a redução da dívida líquida das empresas estatais, como consequência do programa. Ao se supor a inexistência total de um amplo programa de privatizações, e comparando-se as três tabelas, pode-se depreender que, muito provavelmente, os juros nominais das empresas estatais continuariam pressionando a dívida líquida do setor público. Portanto, a dívida líquida das estatais possivelmente permaneceria numa trajetória ascendente, o que contribuiria para elevar a DLSP, não havendo receitas de privatização ou dívidas transferidas para o setor privado para amenizar esse efeito. Manter certas empresas sob controle estatal, em particular aquelas recorrentemente deficitárias, representa, na verdade, um custo de oportunidade. Este custo não é captado pelas simulações.

Quanto aos bancos estaduais, considera-se que estes fazem parte de um outro contexto: o da renegociação da dívida dos estados. São bancos historicamente deficitários e que, há muito tempo, vêm pressionando as contas públicas<sup>86</sup>. Tal renegociação, como já mencionado, envolveu uma série de condições fiscais para os estados, entre as quais o ajuste dos bancos estaduais com posterior privatização, sua transformação em agências de fomento, ou, simplesmente, sua liquidação ou extinção. Esses ajustes estão inseridos no âmbito do Programa de Reestruturação dos Bancos Estaduais – PROES, que teria que ocorrer mais cedo ou mais tarde, com ou sem privatização.

---

<sup>86</sup> Além disso, muitos deles eram utilizados com objetivos políticos, eram mal-administrados e possibilitavam o financiamento indireto aos governos estaduais pelo Tesouro, uma vez que alguns governadores se aproveitavam de certas “brechas” na legislação. Entretanto, o objetivo aqui não é analisar tais aspectos.

Portanto, a privatização de alguns dos bancos estaduais é consequência de uma situação não relacionada ao programa de privatização, em si. Mais uma vez, supondo-se a inexistência das privatizações, os bancos estaduais continuariam sendo instrumentos de alimentação contínua da dívida pública, que suplantariam, com o tempo, os custos que o governo central teve de arcar com o PROES. O cálculo da DLSP, suposta a ausência de privatização, também não capta esse efeito<sup>87</sup>.

Em suma, o argumento central em defesa da não-inclusão dos custos de saneamento financeiro das estatais no cálculo dos impactos fiscais da privatização é que, suposta a ausência das privatizações, os desequilíbrios patrimoniais das estatais, particularmente daquelas deficitárias, apareceriam, no futuro, sob a forma de um sem-número de dívidas explicitadas (entre as quais, os "esqueletos"). Além disso, o custo que o governo teria de arcar para sanear suas empresas, na ausência de privatização, seria muito maior do que aquele incorrido no saneamento prévio à alienação da estatal. Isso aconteceria porque os desequilíbrios patrimoniais tendem a se acumular no tempo.

Logo, a contribuição da privatização foi fundamental para atenuar o crescimento da dívida pública, no período 1995-1999, tendo proporcionado uma redução de 8,4% do PIB na DLSP no período. Essa contribuição se deu, basicamente, por três vias: a) utilização de receitas de privatização para abater o saldo de diversas dívidas, especialmente a dívida mobiliária de emissão do Tesouro Nacional; b) transferências de dívidas para o setor privado;

---

<sup>87</sup> Apesar da justificativa apresentada para a não-inclusão dos custos da privatização no cálculo dos impactos fiscais da privatização, foi calculado o seu efeito sobre a DLSP. Quanto aos bancos estaduais privatizados por conta da renegociação das dívidas estaduais, encontrou-se 0,97% do PIB. Os demais custos influenciariam essa dívida em 0,50% do PIB (excluídas as NTN-P, uma vez que seu estoque já foi considerado no cálculo da DMF-TN, supondo-se a ausência de privatização). Nos valores apresentados estão incluídas as remunerações dos montantes de recursos empregados até dezembro de 1999. Somando-se os valores tem-se um impacto de 1,47% do PIB sobre a dívida líquida, o que corresponderia a uma redução na DLSP de 6,93% do PIB (contra os 8,4% do PIB calculados), no período 1995-1999. Ressalta-se que, estão incluídos nos cálculos "esqueletos" de estatais liquidadas como Siderbrás e Lloydbrás, que só foram explicitados em 1996 e 1997. Logo, conclui-se que, mesmo considerando-se os custos incorridos no período, estes não comprometeriam os impactos fiscais da privatização sobre a dívida pública de forma expressiva. Além disso, os desembolsos da União, referentes à renegociação das dívidas estaduais, serão efetuados ao longo de alguns anos, ocorrendo o mesmo com os créditos securitizados (o tipo de ajuste prévio mais utilizado para saneamento financeiro das empresas). Os recursos que efetivamente foram gastos, ou seja, aqueles que saíram do caixa do Tesouro no período, em razão das privatizações, foram reduzidos.

e c) redução do déficit nominal, pelo menor pagamento de juros nominais, como consequência dos itens (a) e (b).

Com relação às NFSP, medidas pela variação da DFL, verificou-se uma redução de 5,4% do PIB<sup>88</sup> entre 1995 e 1999. Ou seja, o governo teria conseguido, no período, com a privatização, uma redução do déficit nominal de 5,4% do PIB, em comparação com o cenário sem privatização.

Conclui-se, que a privatização teve participação importante na redução da dívida e déficit públicos, no período sob análise, possibilitando a contenção do crescimento da dívida (embora não chegasse a reverter sua trajetória). A privatização contribuiu, também, para a melhoria do perfil da dívida pública, proporcionada pela reestruturação de passivos do setor público. Nesse aspecto, as NTN-P e moedas de privatização, embora tivessem atenuado o impacto fiscal da privatização sobre a dívida, possibilitaram uma melhor estruturação do seu perfil. Adicionalmente, houve impactos favoráveis nas expectativas dos agentes econômicos, o que têm consequências positivas sobre os custos da dívida pública.

---

<sup>88</sup> Variação da DFL de 17,9% do PIB no cenário com privatização, contra 23,6% do PIB no cenário sem privatização.

Tabela 9

**ESTIMATIVAS DOS IMPACTOS DA PRIVATIZAÇÃO SOBRE A DLSP**  
**DLSP Desagregada com e sem Privatização (1995 - 1999) <sup>(1)</sup>**

	(Em %PIB)				
ANO	1995	1996	1997	1998	1999
<b>COM PRIVATIZAÇÃO (A)</b>					
Dívida Líquida do Setor Público	27,86	34,35	35,16	43,41	49,68
Ajuste Patrimonial Líquido	0,00	1,91	0,11	0,67	3,90
Dívida Fiscal Líquida	27,86	32,44	35,04	42,74	45,79
Dívida Mobiliária Federal	14,25	22,06	28,76	36,30	39,85
Dívida Mobiliária dos Estados e Municípios	1,59	2,18	1,46	2,50	1,18
Dívida Externa Líquida Federal	3,17	1,62	1,99	4,37	8,00
Dívida Externa Líquida dos Estados e Municípios	1,93	2,41	2,40	2,38	2,46
Dívida Bancária Federal	-1,36	-1,62	-1,82	-2,19	-3,02
Moedas de Privatização	0,89	1,53	1,98	3,10	3,22
Outras Dívidas Internas dos Estados e Municípios	7,80	9,34	11,26	11,54	14,34
Outras Dívidas Internas	-0,40	-3,17	-10,88	-14,57	-16,35
<b>SEM PRIVATIZAÇÃO (B)</b>					
Dívida Líquida do Setor Público	27,82	34,71	36,74	48,72	58,08
Ajuste Patrimonial Líquido	0,00	2,11	1,69	3,50	6,97
Dívida Fiscal Líquida	27,82	32,61	35,05	45,22	51,12
Dívida Mobiliária Federal	14,03	21,81	27,74	36,93	42,51
Dívida Mobiliária dos Estados e Municípios	1,59	2,18	1,67	2,77	1,47
Dívida Externa Líquida Federal	3,20	1,84	2,47	5,12	9,10
Dívida Externa Líquida dos Estados e Municípios <sup>(2)</sup>	1,93	2,41	2,42	2,40	2,49
Dívida Bancária Federal	-1,29	-1,43	-1,36	-1,35	-2,13
Moedas de Privatização	0,96	1,66	2,13	3,25	3,38
Outras Dívidas Internas dos Estados e Municípios	7,80	9,42	12,54	14,17	17,61
Outras Dívidas Internas	-0,40	-3,17	-10,88	-14,57	-16,35
<b>DIFERENÇAS (B-A)</b>					
Dívida Líquida do Setor Público	-0,04	0,37	1,58	5,30	8,40
Ajuste Patrimonial Líquido	0,00	0,19	1,57	2,83	3,07
Dívida Fiscal Líquida	-0,04	0,17	0,00	2,47	5,33
Dívida Mobiliária Federal <sup>(2)</sup>	-0,22	-0,25	-1,02	0,63	2,66
Dívida Mobiliária dos Estados e Municípios	0,00	0,00	0,21	0,27	0,29
Dívida Externa Líquida Federal	0,03	0,22	0,48	0,76	1,10
Dívida Externa Líquida dos Estados e Municípios <sup>(3)</sup>	0,00	0,00	0,02	0,02	0,03
Dívida Bancária Federal	0,08	0,19	0,46	0,84	0,88
Moedas de Privatização	0,08	0,13	0,15	0,16	0,17
Outras Dívidas Internas dos Estados e Municípios	0,00	0,08	1,29	2,63	3,27
Outras Dívidas Internas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fontes: BACEN e STN/MF. Elaboração do Autor.

**OBS:**

(1) Os valores correspondem ao mês de dezembro de cada ano.

(2) Deduzida do Estoque de NTN-P.

(3) Inclui a Dívida Externa Líquida das Estatais.

## CAPÍTULO IV

### CONCLUSÃO

Um dos objetivos primordiais do Programa Nacional de Desestatização – PND é auxiliar na redução da dívida pública e melhoria do seu perfil (alongamento de prazos, redução de custos, etc.). Espera-se que, uma vez alcançado esse objetivo "patrimonial" – *i.e.*, relativo aos estoques de passivos públicos –, a privatização gere efeitos positivos para o governo (*e.g.*, redução dos juros pagos sobre a dívida).

Contudo, não se deve pensar que a privatização resolve, por si, problemas fiscais de natureza estrutural e/ou que esta sinalize uma mudança permanente na postura fiscal do governo. Como mostrado no capítulo teórico desta dissertação, a privatização afeta a restrição orçamentária intertemporal do governo, de tal forma que, para garantir uma melhora duradoura da posição fiscal, é necessário que a privatização seja acompanhada de políticas de estímulo à competição e mecanismos de regulação eficazes.

Incentivos à melhoria da eficiência, aumentos de produção, lucratividade, investimentos e propensão a investir, além da promoção da competição e do desenho de um eficiente aparato regulatório são de extrema importância para que eventuais resultados obtidos, no presente, possam ser preservados no futuro. "Assim, para se extrair o máximo de benefícios da privatização, é preciso entender que esta não se encerra na venda das empresas. É necessário garantir os incentivos corretos para uma eficiente atuação da empresa." [Pinheiro (1996: 31)]. No longo prazo, os objetivos fiscais e de melhoria da eficiência tendem a convergir<sup>89</sup>.

---

<sup>89</sup> Um exemplo de convergência dos objetivos fiscais, por um lado, e relativos à eficiência, por outro, pode ser tomado da privatização das grandes *holdings* setoriais brasileiras (*e.g.*, Siderbrás e Telebrás). Estas foram desmembradas e suas empresas controladas foram privatizadas separadamente. Essa estratégia visou evitar a concentração de grande poder de mercado nas mãos de uns poucos grupos privados. Em compensação, no curto prazo, o governo arrecadou menos com a venda das empresas isoladas, do que se tivesse alienado aquelas *holdings* em bloco. Entretanto, apesar de um menor impacto fiscal no curto prazo, tal redução pode ser compensada no futuro, por meio de maior arrecadação tributária, mais investimentos, etc. Caso essas *holdings* fossem vendidas sem os desmembramentos, ter-se-ia uma maior arrecadação de receitas no presente, mas às custas de perda de eficiência para a economia como um todo, o que poderia piorar a restrição orçamentária intertemporal do governo.

Os dados analisados mostram efeitos bem positivos do programa de privatização brasileiro sobre as contas públicas e sobre as empresas que permanecem estatais, supondo-se que as empresas privatizadas manteriam seus padrões de resultado. Um efeito indireto da privatização sobre a dívida e o déficit públicos consiste na melhoria do desempenho das empresas estatais. Isso ocorre por dois motivos. Primeiro, porque as estatais – "candidatas" ou não à privatização – tendem a passar por ajustes patrimoniais e financeiros, que resultam na melhora de vários indicadores financeiros, entre os quais seus índices de rentabilidade. Segundo, porque uma vez privatizadas (ou liquidadas) as estatais deficitárias, o conjunto de empresas que permanecem sob controle do governo apresenta resultados melhores do que na situação pré-privatização. Com o avanço do programa, muitas variáveis melhoraram sensivelmente.

Verificou-se aumento na rentabilidade do conjunto de empresas que permaneceram estatais. Esta tornou-se positiva a partir de 1994. Excluindo-se os grandes grupos, as "demais empresas" melhoraram suas rentabilidades, que também foram positivas em 1998. Tais fatos parecem corroborar argumentos teóricos de que grandes programas de privatização, como o brasileiro, melhoram o desempenho das empresas que permanecem estatais. Observou-se, também, que as empresas tornaram-se mais rentáveis no período pré-privatização, em função de eventuais reestruturações e saneamentos financeiros que não poderiam mais ser postergados.

As necessidades de financiamento das estatais se reduziram significativamente, junto com o avanço do programa, sobretudo pela queda dos juros nominais. Embora a melhoria das NFEE não possa ser atribuída unicamente à privatização (*e.g.*, a partir de 1998, esse indicador fiscal foi influenciado pelos bons resultados da Petrobras), esta teve um papel importante nesse processo, especialmente devido aos seus efeitos sobre os juros nominais. No final de 1999, as necessidades de financiamento das estatais tornaram-se superavitárias para o conjunto de empresas estatais, pela primeira vez<sup>90</sup>. Destaca-se a participação dos estados na melhoria

---

<sup>90</sup> Ressalva-se que, a Petrobras teve forte peso no bom desempenho do resultado primário das estatais, em 1999. Se, por um lado, a desvalorização cambial teve impacto negativo sobre os juros nominais das estatais, nesse ano, por outro, seus efeitos sobre as receitas da Petrobras tiveram influência muito positiva nas NFEE primárias.

das NFEE, uma vez que o foco de desequilíbrio das estatais recaía sobre essa esfera de governo, que promoveu um amplo ajuste em suas empresas a partir de 1996. Com isso, as estatais, que contribuía negativamente na contabilização das NFSP, passaram a contribuir positivamente. Esses resultados dificilmente seriam alcançados sem a privatização ou liquidação de empresas cronicamente deficitárias; o ajuste das empresas que permaneceram estatais; e a entrada dos estados no programa. No tocante aos estoques, a dívida líquida das estatais vem caindo nos últimos anos, principalmente a dívida interna, o que constitui um outro reflexo positivo do programa de privatização.

Quanto à melhoria do perfil da dívida pública, esta foi propiciada por dois motivos: primeiro, pela permuta de receitas em moeda corrente (que abateram dívidas mais custosas) ou em moedas de privatização por NTN-P<sup>91</sup>, quando o alienante não era a União; e segundo, pelo uso das moedas de privatização.

Em relação aos recursos em moeda corrente permutados por NTN-P, embora estes títulos tenham atenuado o impacto da privatização sobre a redução da dívida mobiliária e a economia de juros correspondente, proporcionaram um alongamento dos prazos dessa dívida, a uma taxa de juros favorável para o Tesouro. Tratam-se de papéis que apresentam prazo de resgate de, no mínimo quinze anos, e baixos custos para o Tesouro. Um menor impacto sobre a redução do estoque da dívida pública ocorre, nesse caso, porque, quando o Tesouro recebe os recursos em moeda corrente dos alienantes, emite NTN-P para estes. Portanto, há redução no estoque da dívida pública pela utilização das receitas de privatização e, ao mesmo tempo, há aumento da dívida pela emissão das NTN-P. Entretanto, mesmo nesse caso, há ganhos para o Tesouro, pelo fato deste abater a dívida de custo mais elevado, como mostrou este trabalho.

---

<sup>91</sup> Na análise dos impactos da privatização sobre a dívida pública, não podem ser ignoradas algumas peculiaridades institucionais do país, que incluem as NTN-P. Por exemplo, a forma como as empresas estatais foram estruturadas, no Brasil, faz com que a privatização tenha impactos fiscais específicos. Ocorre que, sobretudo no início dos anos 90, freqüentemente o alienante não era a União, mas uma controladora setorial. Logo, os valores recebidos nos leilões pertenciam a essas empresas e não à União. Esses valores, sob a forma de moeda corrente ou moedas de privatização, foram repassados ao Tesouro e permutados por NTN-P, em favor dos alienantes.

As permutas de moedas de privatização, de posse dos alienantes, por NTN-P possibilitaram o alongamento dos prazos da dívida, pela substituição de títulos e créditos com vencimentos mais curtos, muitos dos quais vencidos, por um único título público com maior prazo de vencimento – as NTN-P.

Estes títulos contribuíram, ainda, para a melhoria da gestão da dívida pública, uma vez que uma variada gama de passivos da União, que compunham as moedas de privatização (*e.g.*, créditos securitizados diversos), foi permutada por um único instrumento, simplificando a composição dos passivos públicos.

As moedas de privatização, muito utilizadas no início do PND como forma de pagamento, possibilitaram ao governo honrar o pagamento de passivos que o setor privado considerava duvidoso, melhorando as expectativas dos agentes privados e contribuindo para a redução dos custos de novas emissões de títulos competitivos. Essas moedas permitiram ao governo refinar dívidas vencidas e vincendas em condições mais favoráveis, alongando o perfil da dívida e, conforme mostrou Silva (1998: 100-103), proporcionando ganhos para o Tesouro. Em muitos casos, o governo conseguiu se apropriar do deságio com que esses papéis eram negociados no mercado pelo maior preço de venda (sob a forma de ágio sobre o preço mínimo de venda). Ademais, seu emprego proporcionou a alavancagem do programa, possibilitando a venda de empresas que, de outro modo, dificilmente seriam vendidas.

No que tange à mensuração dos impactos da privatização sobre a dívida pública, esta dissertação analisou, inicialmente, os efeitos da utilização das receitas de privatização sobre a DMF-TN, uma vez que esta tem apresentado alto custo de rolagem, alta taxa de crescimento, em período recente, e perfil pós-fixado. Além disso, em termos absolutos, constitui o principal componente da DLSP, sendo também sua gestão um instrumento de política fiscal.

Os dados ilustram que o Tesouro Nacional tem recebido poucos dividendos em relação ao capital investido em suas empresas estatais, mesmo no caso dos grandes grupos do SPE. Por outro lado, o Tesouro paga uma carga de juros sobre sua dívida bem superior aos retornos desses investimentos estatais. Portanto, há um desequilíbrio patrimonial entre remunerações de



ativos e passivos do setor público. Uma forma de amenizar esse problema passa pela privatização.

Assim, em primeiro lugar, calculou-se a economia de juros que o uso dos recursos da privatização proporcionou sobre a DMF-TN. A economia de juros obtida foi muito superior aos dividendos que o Tesouro deixou de arrecadar das empresas privatizadas, mesmo considerando-se o período em que estas foram mais lucrativas (pré-privatização). Uma hipótese implícita é que os resultados das empresas não mudariam, supondo-se a ausência de privatização. A economia com juros sobre a dívida mobiliária do Tesouro suplantou, ainda, os dividendos totais arrecadados pelo Tesouro de suas participações em empresas estatais, no período 1995-1999, somados àqueles que este teria auferido das empresas privatizadas, no mesmo período, caso essas empresas tivessem permanecido sob gestão pública.

Os resultados mostram que os ganhos do Tesouro sob a forma de economia de juros, pela utilização de receitas de privatização para amortizar dívida mobiliária federal, são muito superiores aos dividendos que deixam de ser recebidos pelo próprio Tesouro. Há ganhos mesmo quando são emitidas NTN-P, que tendem a reduzir a economia de juros. Como a análise restringiu-se à DMF-TN, não foram computadas outras dívidas que entram no cálculo da DLSP, e que também proporcionam economia de juros para toda a dívida pública, como as dívidas transferidas para o setor privado.

Portanto, a utilização dos recursos da privatização para abater a DMF-TN pode proporcionar significativa economia de juros ao longo do tempo. Além disso, a referida utilização melhora as expectativas dos agentes econômicos, o que se reflete, no curto prazo, em menores custos de refinanciamento da dívida para o Tesouro e num ambiente favorável para a redução das taxas de juros, no médio e longo prazos.

Os recursos utilizados para a amortização da DMF-TN tornaram possível uma redução no estoque dessa dívida da ordem de R\$ 27,6 bilhões (já deduzido o estoque de NTN-P de R\$ 10,3 bilhões), no final do período 1995-1999. Tais recursos também proporcionaram a não-emissão de R\$ 30,8 bilhões em títulos competitivos da DMF-TN, no mesmo período

(excluindo-se cerca de R\$ 8,6 bilhões em títulos da dívida mobiliária do Tesouro, baixados diretamente dos estoques e que ainda não tinham vencido). Considerando-se o valor presente dos títulos, o Tesouro teria deixado de emitir R\$ 39,4 bilhões em papéis competitivos para refinarçar sua dívida. Note-se que todos os valores aqui apresentados estão expressos a preços de dezembro de 1999.

As simulações indicaram que, no cenário com privatização, houve redução de 8,4% do PIB na DLSP e de 5,4% do PIB nas NFSP, em relação ao cenário sem privatização, entre 1995 e 1999. Portanto, suposta a ausência de privatização, a dívida líquida do setor público seria 58,1% do PIB no final do período, um valor que dificilmente seria alcançado com as privatizações, por mais adverso que fosse o cenário econômico. Esse é o resultado mais importante da análise, haja vista os problemas que uma dívida líquida nesse patamar acarretaria para as finanças públicas e o esforço de ajuste fiscal.

Destaca-se a participação dos estados no resultado obtido, com uma contribuição de 3,6% do PIB para a redução da DLSP. Tal contribuição suplantou inclusive os efeitos da privatização sobre a DMF-TN, em razão das NTN-P. Portanto, a entrada dos estados no programa foi de vital importância para os impactos positivos sobre a dívida líquida. As principais destinações dos recursos arrecadados pelos estados têm sido o abatimento de dívidas estaduais ou das empresas alienadas, embora parte deles tenha sido utilizada para financiar gastos correntes. Além disso, um montante considerável de dívidas das estatais estaduais foi transferido para o setor privado.

As privatizações têm prestado contribuição relevante no ajuste das contas públicas dos estados, no âmbito do acordo de renegociação das dívidas dessa esfera de governo. Tal renegociação teve como objetivo o ajuste da situação fiscal do setor público, visando à redução do déficit público consolidado. Um dos pontos-chave da negociação foi justamente a privatização de estatais estaduais, uma vez que estava claro, para o governo central, que uma condição necessária para o ajuste das contas públicas dos estados dependeria de uma solução patrimonial.

Este trabalho mostrou que a contribuição da privatização para a redução da dívida pública e o esforço de ajuste fiscal pode ser significativa, mesmo no curto prazo. Os resultados expuseram que os efeitos da privatização reduziram a DMF-TN, a DLSP e as NFSP, no período sob análise. A utilização de receitas de privatização para abater diversas dívidas governamentais e as dívidas transferidas para o setor privado diminuíram a carga de juros incidente sobre a dívida, proporcionando a sua redução e a do déficit público. A privatização conteve uma trajetória mais ascendente da dívida, embora não tenha conseguido revertê-la. Além disso, contribuiu para a melhoria do perfil da dívida pública, por meio das NTN-P e moedas de privatização, propiciando, ainda, a reestruturação de passivos do setor público. Os resultados obtidos reforçam argumentos teóricos de que privatizar e direcionar os recursos arrecadados para amortizar dívida é uma boa estratégia para o governo, se este quer maximizar seus ganhos fiscais.

Em suma, as receitas de privatização, quando utilizadas para abater dívida pública, apresentam impacto fiscal bem positivo. Contudo, apesar de contribuírem para amortecer o crescimento da dívida pública, tais receitas são transitórias. Assim, a privatização deve ser encarada como um instrumento auxiliar das políticas fiscal e econômica. O objetivo de equilíbrio duradouro das finanças públicas deve ser buscado com uma postura de disciplina fiscal permanente. Caso o governo privatize suas empresas e não promova um esforço continuado de ajuste em suas contas, certamente haverá problemas de sustentabilidade na relação dívida/PIB no futuro. Além disso, medidas que estimulem um maior crescimento econômico possibilitam a queda dessa relação e aumentam o impacto fiscal da privatização.

Logo, se o momento histórico proporcionado pelas privatizações não for aproveitado com a implementação das medidas fiscais necessárias, poder-se-á verificar, em poucos anos, que os ganhos obtidos, até o presente, com as alienações de ativos, foram suficientes apenas para conter provisoriamente a trajetória da dívida pública. Nesse caso, todo o esforço realizado poderá ser perdido, em futuro não muito distante.

**ANEXO IV**  
**DIVIDENDOS PAGOS À UNIÃO - REGIME DE COMPETÊNCIA (1994-1998)**  
**(Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro de 1999)**

R\$ Mil de Dezembro/99

TIPO	EMPRESAS	ANO					TOTAL
		1994	1995	1996	1997	1998	
EP	BNDES	65.846	17.712	326.226	1.058.874	951.093	2.419.751
	CEF				122.329	135.368	257.697
	CMB	2.837		8.115	3.726	3.105	17.784
	CODEBAR (Em Liquidação)						
	CODEVASF	1.251	285	177	89	35	1.837
	CONAB			839			839
	CPRM						
	DATAPREV					225	225
	ECT				5.637	73.356	78.993
	EMBRAPA						
	EMGEPRON					1.365	1.365
	FINEP						
	GEIPOT						
	HCPA						
	IMBEL						
	INFRAERO	420	3.123	4.852	4.327	11.834	24.556
	RADIOBRAS						
	SERPRO	1.573	1.414	6.206	493	2.294	11.979
<b>EP Total</b>		<b>71.927</b>	<b>22.533</b>	<b>346.415</b>	<b>1.195.475</b>	<b>1.178.676</b>	<b>2.815.025</b>
MAJ	BANESPA (PND)				3.528	13.792	17.320
	BANRORAIMA (Liquidado em Nov/98)						
	BASA			779	2.995	3.918	7.693
	BB	26.502			148.367	209.476	384.345
	BNB	1.219	2.062	3.527	5.477	9.243	21.528
	CBTU						
	CDC (PND)	1.491	875	1.057	186	713	4.323
	CDP (PND)			7	0	124	132
	CDRJ (PND)						
	CODEBA (PND)						
	CODERN (PND)						
	CODESA (PND)						
	CODESP (PND)						
	CODOMAR (PND)			1.360	2.143	4.988	8.492
	COLONE (Liquidada em Fev/99)						
	CUN (Liquidada em Jun/98)						
	CVRD (Privatizada em Mai/97)	82.476	97.436	173.822			353.734
	ELETROBRAS (PND)	266.467	115.776	343.607	1.136.156	171.614	2.033.619
	ENASA (PND Proc. interromp.)						
	FRANAVE (PND Proc. Interrop.)	35					35
	IRB (PND)				7.699	26.095	33.794
	LLOYDBRAS (Liquidada em Out/97)						
	MERIDIONAL (Privatizado em Dez/97)	2.308	6.983				9.290
	PETROBRAS	97.215	100.406	129.173	143.361	323.009	793.164
	RFFSA (Em Liquidação)						
	SIDERBRAS (Liquidada em Ago/97)						
	TASA (Incorporada à Infraero em Jan/96)	91	7.138				7.230
	TELEBRAS (Privatizada em Ago/98)	29.939	47.576	167.939	188.318	3	433.776
	TRENSURB						
	VALEC (PND)						
<b>MAJ Total</b>		<b>507.743</b>	<b>378.251</b>	<b>821.273</b>	<b>1.638.230</b>	<b>762.977</b>	<b>4.108.475</b>
<b>MIN Total</b>		<b>23</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>65.390</b>	<b>162.294</b>	<b>227.733</b>
<b>TOTAL GLOBAL</b>		<b>579.693</b>	<b>400.798</b>	<b>1.167.701</b>	<b>2.899.095</b>	<b>2.103.946</b>	<b>7.151.233</b>

Fonte: STN/MF. Elaboração do Autor.

OBS:

EP = Empresas Públicas  
MAJ = Participações Majoritárias.  
MIN = Participações Minoritárias.

**ANEXO I**  
**RELATÓRIO CONSOLIDADO DO PND (1991-1995)**

US\$ Milhões

C PM L E, I	Empresa	Tranf. Controle Acionário	FLUXOS DE RECURSOS DO TESOUREIRO				Valor Mínimo da Empresa	% Part. Govern. Ofertada	% Part. Govern. Vendida	Valor Mínimo de Alienação	Valor de Venda Total(1995)	Dívidas Transf.
			APORTES DE CAPITAL		Dividendos Recebidos	Total Líquido Aplicado						
			Períodos Anteriores	Ajustes Prévios								
SIDERURGIA			23.361,2	2.745,7	561,6	25.545,3	4.939,9			4.325,5	5.561,4	2.626,1
C	Usiminas	Out/91	2.256,1	116,0	183,3	2.188,8	1.844,7	86,1	86,1	1.578,4	1.941,2	369,1
C	CSN	Abr/93	5.554,4	756,0	299,2	6.011,2	1.587,9	90,8	90,8	1.441,0	1.495,3	532,9
C	Açominas	Set/93	5.778,6	470,5	0,0	6.249,1	346,4	99,9	99,9	345,9	598,5	121,9
C	Acesita	Out/92	397,8	304,2	41,1	660,9	476,6	74,0	74,0	352,7	465,4	232,0
C	Cosipa	Ago/93	5.906,0	1.020,0	38,0	6.888,0	229,0	84,0	84,0	197,9	585,7	884,2
C	CST	Jul/92	2.712,6	0,0	0,0	2.712,6	400,0	89,5	89,5	356,0	353,6	483,6
C	Piratini	Fev/92	656,4	67,0	0,0	723,4	42,9	72,5	72,5	41,2	106,7	2,4
C	Cosinor	Nov/91	99,3	12,0	0,0	111,3	12,4	99,8	99,8	12,4	15,0	0,0
PETROQUÍMICA/QUÍMICA			1.942,9	31,9	1.627,5	347,3	6.306,9			1.591,0	2.486,2	918,8
C	Copersul	Mai/92	544,8	0,0	191,9	352,9	784,0	82,1	82,1	650,2	861,5	9,2
C	PQU	Jan/94	140,6	0,0	547,6	(407,0)	559,2	58,9	50,3	281,3	287,5	40,9
PM	Copene	Ago/95	414,2		283,5	130,7	1.927,9	30,7	14,9		270,4	475,4
C	Petroflex	Abr/92	121,4	0,0	104,8	16,6	180,0	100,0	100,0	180,0	234,1	20,7
PM	Salgema	Out/95	45,4		15,7	29,7	328,2	29,3	29,3		139,2	43,9
PM	CPC	Set/95	50,3		6,7	43,6	384,6	20,8	20,8		99,7	60,9
PM	Poliolefinas	Mar/93	11,6		60,5	(48,9)	276,5	31,5	31,5	87,1	87,1	0,0
C	CNA	Jul/92	279,5	31,9	0,0	311,4	80,0	100,0	100,0	80,0	81,4	5,7
PM	Pronor	Dez/95	0,0		5,5	(5,5)	191,1	20,1	20,1		63,5	34,7
PM	PPH	Set/92	9,6		7,3	2,3	226,0	19,0	19,0	42,9	59,4	35,0
PM	Polisul	Set/92	32,5		4,1	28,4	178,8	31,0	31,0	55,4	56,8	131,0
PM	Oxiteno	Set/93	10,4		43,9	(33,5)	355,6	15,2	15,2	54,1	53,9	2,0
PM	Politeno	Ago/94	26,2		55,2	(29,0)	180,2	24,9	24,9	44,9	44,9	28,4
PM	Nitrocarbano	Dez/95	45,3		8,8	36,5	163,9	19,0	19,0		29,6	7,5
PM	Nitriflex	Ago/92	34,5		16,9	17,6	64,4	40,0	40,0	25,8	26,2	9,2
PM	Coperbo	Ago/94	33,1		61,5	(28,4)	112,4	23,0	23,0	25,9	25,9	5,8
PM	Ciquene	Ago/94	57,3		15,3	42,0	75,5	31,4	31,4	23,7	23,7	6,3
PM	Polialden	Ago/94	25,1		32,2	(7,1)	122,6	13,6	13,6	16,7	16,7	1,5
PM	Acrinor	Ago/94	24,0		13,1	10,9	68,5	17,7	17,7	12,1	12,1	0,7
PM	CBE	Dez/92	5,9		16,6	(10,7)	47,4	23,0	23,0	10,9	10,9	0,0
PM	CQR (PREF)	Out/95	31,2		136,4	(105,2)	0,0	36,9	36,9		1,7	0,0
PM	CBP (PREF)	Dez/95					0,1	23,7	23,7		0,0	0,0
FERTILIZANTES			896,2	0,0	18,6	877,6	448,2			384,5	418,3	75,3
C	Ultrafértil	Jun/93	449,6	0,0	17,1	432,5	207,0	100,0	100,0	207,0	205,6	20,2
C	Fosfértil	Ago/92	330,2	0,0	0,8	329,4	160,1	88,3	88,3	141,4	182,0	44,0
C	Goiásfértil	Out/92	94,5	0,0	0,2	94,3	13,1	100,0	100,0	13,1	13,1	9,3
PM	Arafértil	Abr/94	11,8		0,3	11,5	48,6	33,3	33,3	16,2	10,8	1,8
PM	Indag	Jan/92	10,1		0,2	9,9	19,4	35,0	35,0	6,8	6,8	0,0
ELÉTRICO			211,5		38,6	172,9	578,2	72,3	57,7		399,9	2,0
C	Escelsa	Jul/95	211,5	44,8	38,6	217,7	578,2	72,3	57,7		399,9	2,0
OUTROS			454,9	719,2	111,4	1.062,7	421,9			372,3	349,9	268,4
C	Embraer	Dez/94	59,1	672,1	1,3	729,9	308,1	60,4	60,4	267,4	192,2	263,4
C	Celma	Nov/91	5,8	9,1	0,0	14,9	82,1	89,1	89,1	73,2	91,1	4,5
C	Mafersa	Nov/91	42,3	38,0	74,9	5,4	18,5	100,0	100,0	18,5	48,8	0,5
C	SNBP	Jan/92	6,9	0,0	0,0	6,9	8,0	100,0	90,0	8,0	12,0	0,0
C	Caraíba	Jul/94	0,0	0,0	0,0	0,0	5,2	100,0	100,0	5,2	5,8	0,0
L	Lloydbrás		166,1		35,2	130,9			0,0			
E	Cobra		127,8		0,0	127,8			0,0			
I	Enasa		29,3	0,0	0,0	29,3			0,0			
I	Franave		17,6	0,0	0,0	17,6			0,0			
TOTAL											9.215,5	3.809,7
VENDA DE PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS (Decreto 1.068/94)											395,5	-
TOTAL GERAL											9.611,0	3.809,7

Fonte: BNDES / Relatórios de Atividade (1992-1995). Elaboração do Autor.

OBS:

C= Empresas Controladas Direta ou Indiretamente pela União  
PM= Participações Minoritárias Petroquímica / Petrofertil  
L= Empresas em Liquidação  
E= Empresas Excluídas do PND  
I= Empresas com Processo de Privatização Interrompido  
PREF= Ações Preferenciais

**ANEXO V**  
**DIVIDENDOS PAGOS À UNIÃO - REGIME DE CAIXA (1995-1999)**  
(Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro de 1999)

		R\$ Mil de Dezembro/99				
TIPO	EMPRESAS	ANO				
		1995	1996	1997	1998	1999
EP	BNDES	65.846	17.712	326.226	1.058.874	821.104
	CEF				122.329	135.368
	CMB	2.837		8.115	3.726	3.105
	CODEBAR (Em Liquidação)					
	CODEVASF	1.251	285	171	95	35
	CONAB			757	82	
	CPRM					
	DATAPREV					225
	ECT				5.637	73.356
	EMBRAPA					
	EMGEPRON					1.344
	FINEP					
	GEIPOT					
	HCPA					
	IMBEL					
	INFRAERO	420	3.123	4.852	4.327	11.834
	RADIOBRAS					
	SERPRO	1.573	1.414	6.206	493	2.294
	<b>EP Total</b>	<b>71.927</b>	<b>22.533</b>	<b>346.327</b>	<b>1.195.562</b>	<b>1.048.666</b>
MAJ	BANESPA (PND)				3.528	13.792
	BANRORAIMA (Liquidado em Nov/98)					
	BASA			757	3.017	8.247
	BB		26.502	75.544	175.900	233.473
	BNB	38	3.466	4.426	7.062	5.355
	CBTU					
	CDC (PND)	1.491	875	1.057	186	699
	CDP (PND)			7	0	124
	CDRJ (PND)					
	CODEBA (PND)					
	CODERN (PND)					
	CODESA (PND)					
	CODESP (PND)					
	CODOMAR (PND)			1.360	2.143	4.988
	COLONE (Liquidada em Fev/99)					
	CUN (Liquidada em Jun/98)					
	CVRD (Privatizada em Mai/97)	85.767	100.851	127.981		
	ELETRONBRAS (PND)		382.242	343.608	1.136.156	171.614
	ENASA (PND Proc. interromp.)					
	FRANAVE (PND Proc. Interrop.)	35				
	IRB (PND)				13.698	20.096
	LLOYDBRAS (Liquidada em Out/97)					
	MERIDIONAL (Privatizado em Dez/97)	9.290				
	PETROBRAS	97.215		229.578	143.361	323.009
	RFFSA (Em Liquidação)					
	SIDERBRAS (Liquidada em Ago/97)					
	TASA (Incorporada à Infraero em Jan/96)	91	7.138			
	TELEBRAS (Privatizada em Ago/98)	29.939	47.576	167.939	188.318	3
	TRENSURB					
	VALEC (PND)					
	<b>MAJ Total</b>	<b>223.867</b>	<b>568.651</b>	<b>952.259</b>	<b>1.673.369</b>	<b>781.401</b>
	<b>MIN Total</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>15.907</b>	<b>90.696</b>	<b>121.094</b>
	<b>TOTAL GLOBAL</b>	<b>295.817</b>	<b>591.197</b>	<b>1.314.494</b>	<b>2.959.628</b>	<b>1.951.160</b>

Fonte: STN/MF. Elaboração do Autor.

OBS:

- EP = Empresas Públicas
- MAJ = Participações Majoritárias.
- MIN = Participações Minoritárias.

**ANEXO VI**  
**PATRIMÔNIO LÍQUIDO DAS ESTATAIS FEDERAIS (1990-1998)**  
(Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro de 1999)

R\$ Mil de Dezembro/99

TIPO	EMPRESAS	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
EP	BNDES	8.999.504	16.593.116	20.315.735	19.585.547	18.210.769	19.880.790	13.160.974	12.739.577	12.376.840
	CEF	10.494.770	8.935.857	2.085.811	2.438.550	2.812.314	5.061.074	5.471.503	5.664.371	4.298.226
	CMB	160.974	238.276	279.084	249.709	236.084	228.514	218.022	204.182	210.649
	CODEBAR (Em Liquidação)	19.098	42.644	35.903	41.877	34.449	30.292	24.316	22.857	25.413
	CODEVASF	49.178	90.089	82.060	77.701	68.649	69.304	68.519	64.041	66.297
	CONAB	n.d.	789.097	634.101	422.079	347.714	356.419	422.544	411.336	428.314
	CPRM	2.943	70.546	44.862	56.804	62.614	68.672	49.256	47.092	46.746
	DATAPREV	70.460	116.060	115.986	77.103	76.971	59.139	58.342	55.704	60.490
	ECT	290.417	754.937	760.150	645.375	634.316	536.469	657.891	758.622	1.035.037
	EMBRAPA	364.669	641.163	604.670	530.203	469.470	462.625	454.775	388.442	331.787
	EMGEPRON	3.705	5.422	7.558	9.570	11.658	15.328	19.010	20.833	27.059
	FINEP	32.057	54.397	68.029	186.474	326.831	364.078	460.606	549.340	609.907
	GEIPOT	7.256	16.163	29.509	23.016	27.325	24.999	18.835	16.943	n.d.
	HCPA	33.196	33.187	30.382	37.812	39.943	46.863	45.094	44.028	50.602
	IMBEL	86.643	177.185	159.793	102.213	41.291	102.846	55.375	60.646	39.069
	INFRAERO	60.974	103.501	102.483	96.794	87.500	124.677	219.436	215.010	250.629
	RADIOBRAS	13.584	14.312	26.282	7.790	25.018	24.989	1.081	8.420	6.125
	SERPRO	123.775	211.093	205.222	180.702	267.025	318.870	313.522	252.793	262.555
<b>EP Total</b>		<b>20.813.199</b>	<b>28.887.045</b>	<b>25.587.619</b>	<b>24.769.320</b>	<b>23.779.940</b>	<b>27.775.949</b>	<b>21.719.101</b>	<b>21.524.236</b>	<b>20.125.744</b>
MAJ	BANESPA (PND)	-	-	-	-	-	-	-	4.794.298	4.970.990
	BANRORAIMA (Liquidado em Nov/98)	-	-	-	-	(106.925)	(130.842)	(139.227)	(150.895)	-
	BASA	84.486	6.629	48.129	45.257	85.599	50.507	170.176	181.044	200.567
	BB	9.147.204	12.600.886	15.357.811	15.037.213	9.468.522	4.970.830	7.334.286	7.325.098	7.954.488
	BNB	468.308	552.857	548.492	607.453	537.687	593.862	595.531	897.230	1.063.322
	CBTU	1.348.012	4.390.605	3.937.418	5.209.077	1.360.513	1.534.085	1.514.208	1.484.390	1.240.314
	CDC (PND)	32.225	60.150	62.017	58.173	58.313	62.920	61.893	59.948	64.121
	CDP (PND)	102.275	246.210	236.282	184.758	143.214	150.657	147.942	158.237	155.359
	CDRJ (PND)	865.419	937.411	854.714	728.363	543.419	533.997	185.360	228.167	353.469
	CODEBA (PND)	145.798	272.398	284.165	273.731	227.229	232.910	216.584	202.289	208.759
	CODERN (PND)	30.306	79.679	47.727	11.005	122.791	121.440	123.987	138.296	152.636
	CODESA (PND)	10.367	70.904	85.275	101.709	88.499	81.683	61.833	26.193	20.234
	CODESP (PND)	296.289	1.280.765	1.338.253	1.158.095	1.049.700	1.012.308	904.610	775.444	739.543
	CODOMAR (PND)	109.330	222.365	221.213	208.042	182.656	207.153	207.035	199.289	226.384
	COLONE (Liquidada em Fev/99)	12.522	26.748	26.102	22.314	16.337	14.156	9.519	9.737	(3.983)
	CUN (Liquidada em Jun/98)	n.d.	3.144	2.750	(518)	n.d.	n.d.	(232)	(253)	-
	CVRD (Privatizada em Mai/97)	6.096.704	17.071.606	16.735.727	15.266.315	13.515.909	15.085.410	13.416.826	-	-
	ELETOBRAS (PND)	33.009.534	91.523.079	90.962.744	100.965.985	92.726.978	98.123.416	78.224.924	75.223.538	71.982.482
	EMBRAER (Privatizada em Dez/94)	(96.190)	(37.822)	(374.151)	(35.202)	224.186	-	-	-	-
	ENASA (PND Proc. interromp.)	16.580	48.255	41.601	33.068	28.426	26.374	20.330	9.103	n.d.
	FRANAVE (PND Proc. Interrop.)	4.711	3.370	3.125	2.503	6.403	3.804	2.413	981	811
	IRB (PND)	608.212	967.686	874.190	937.926	570.611	700.424	618.670	623.690	771.967
	LLOYDBRAS (Liquidada em Out/97)	(923.302)	77.111	(346.491)	(599.371)	(24.558)	(83.397)	(183.724)	-	-
	MERIDIONAL (Privatizado em Dez/97)	418.272	601.009	531.190	612.579	584.137	602.119	427.821	-	-
	PETROBRAS	14.597.764	31.352.445	30.309.607	28.771.008	26.253.965	28.248.990	26.241.595	25.692.509	26.196.335
	RFFSA (Em Liquidação)	8.566.690	22.277.940	21.527.091	31.344.046	24.352.520	25.220.324	21.968.483	19.910.693	23.571.787
	SIDERBRAS (Liquidada em Ago/97)	(12.572.639)	n.d.	(5.286.938)	(22.572.268)	(16.539.502)	(17.890.504)	(19.689.315)	-	-
	TASA (Incorporada à Infraero em Jan/96)	37.923	58.027	61.244	66.773	58.512	93.592	-	-	-
	TELEBRAS (Privatizada em Ago/98)	14.633.368	31.186.969	31.602.369	33.717.866	30.023.255	36.238.333	38.751.211	38.186.886	49.764
	TRENSURB	104.750	352.562	263.143	251.025	229.410	293.937	315.274	369.860	382.643
	VALEC (PND)	461.170	904.265	891.268	802.051	693.900	761.799	710.138	684.390	738.444
<b>MAJ Total</b>		<b>77.616.090</b>	<b>217.137.253</b>	<b>210.846.065</b>	<b>213.288.978</b>	<b>186.481.708</b>	<b>196.860.289</b>	<b>172.218.153</b>	<b>177.030.161</b>	<b>141.040.438</b>
<b>TOTAL GLOBAL</b>		<b>98.429.289</b>	<b>246.024.298</b>	<b>236.433.684</b>	<b>237.978.298</b>	<b>210.261.647</b>	<b>224.636.238</b>	<b>193.937.254</b>	<b>198.554.397</b>	<b>161.166.183</b>

Fonte: DEST/MPO. Elaboração do Autor.

OBS:

EP = Empresas Públicas  
MAJ = Participações Majoritárias.

**ANEXO VII**  
**PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA UNIÃO NAS ESTATAIS FEDERAIS (1994-1998)**  
**(Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro de 1999)**

R\$ Mil de Dezembro/99

TIPO	EMPRESAS	1995	1996	1997	1998
EP	BNDES	19.880.790	13.160.974	12.739.577	12.376.840
	CEF	5.061.074	5.471.503	5.664.371	4.298.226
	CMB	228.514	218.022	204.182	210.649
	CODEBAR (Em Liquidação)	30.246	24.280	22.823	25.375
	CODEVASF	69.304	68.519	64.041	66.297
	CONAB	356.419	422.544	411.336	428.314
	CPRM	62.823	45.059	43.080	42.763
	DATAPREV	30.161	29.754	28.409	30.850
	ECT	536.469	657.891	758.622	1.035.037
	EMBRAPA	462.625	454.775	388.442	331.787
	EMGEPRON	15.328	19.010	20.833	27.059
	FINEP	364.078	460.606	549.340	609.907
	GEIPOT	24.999	18.835	16.943	n.d.
	HCPA	46.863	45.094	44.028	50.602
	IMBEL	102.846	55.375	60.646	39.069
	INFRAERO	110.713	194.859	190.929	222.558
	RADIOBRAS	24.989	1.081	8.420	6.125
	SERPRO	318.870	313.522	252.793	262.555
<b>EP Total</b>		<b>27.727.112</b>	<b>21.661.704</b>	<b>21.468.813</b>	<b>20.064.013</b>
MAJ	BANESPA (PND)	-	-	1.222.546	1.267.602
	BANRORAIMA (Liquidado em Nov/98)	(88.430)	(94.089)	(101.975)	-
	BASA	25.760	86.790	92.332	102.289
	BB	1.451.651	5.332.026	5.263.083	5.715.299
	BNB	167.903	168.357	253.647	300.601
	CBTU	1.534.085	1.514.208	1.484.390	1.240.314
	CDC (PND)	62.446	61.453	59.522	63.666
	CDP (PND)	150.657	147.942	158.237	155.359
	CDRJ (PND)	532.606	184.952	227.779	352.868
	CODEBA (PND)	222.774	207.163	194.258	200.471
	CODERN (PND)	121.425	123.975	138.282	152.621
	CODESA (PND)	81.682	61.827	26.190	20.232
	CODESP (PND)	1.011.976	904.339	775.134	739.247
	CODOMAR (PND)	207.076	206.973	199.229	226.316
	COLONE (Liquidada em Fev/99)	14.071	9.462	9.679	(3.959)
	CUN (Liquidada em Jun/98)	n.d.	(232)	(249)	-
	CVRD (Privatizada em Mai/97)	7.712.476	6.860.023	-	-
	ELETROBRAS (PND)	47.326.297	37.727.881	36.280.313	37.754.812
	ENASA (PND Proc. interromp.)	26.374	20.330	9.103	n.d.
	FRANAVE (PND Proc. Interrop.)	3.792	2.406	978	809
	IRB (PND)	350.212	309.335	311.845	385.984
	LLOYDBRAS (Liquidada em Out/97)	(83.395)	(183.706)	-	-
	MERIDIONAL (Privatizado em Dez/97)	495.905	352.353	-	-
	PETROBRAS	14.555.546	13.522.294	13.239.350	13.852.622
	RFFSA (Em Liquidação)	24.121.121	21.010.657	19.042.587	22.664.273
	SIDERBRAS (Liquidada em Ago/97)	(17.787.723)	(19.577.086)	-	-
	TASA (Incorporada à Infraero em Jan/96)	83.110	-	-	-
	TELEBRAS (Privatizada em Ago/98)	8.058.934	8.312.135	8.137.625	49.764
	TRENSURB	280.879	302.916	355.361	373.168
	VALEC (PND)	761.799	710.138	684.390	738.444
<b>MAJ Total</b>		<b>91.401.011</b>	<b>78.284.821</b>	<b>88.063.637</b>	<b>86.352.804</b>
<b>TOTAL GLOBAL</b>		<b>119.128.123</b>	<b>99.946.524</b>	<b>109.532.450</b>	<b>106.416.817</b>

Fonte: STN/MF. Elaboração do Autor.

OBS:

EP = Empresas Públicas

MAJ = Participações Majoritárias.



**ANEXO VIII**  
**DÍVIDAS TRANSFERIDAS DAS PRIVATIZAÇÕES FEDERAIS (1995-1999)**  
**PND e Telecomunicações**

<b>EMPRESA</b>	<b>Data do Leilão</b>	<b>Valor (U\$ Milhões)</b>	<b>Valor (R\$ Milhões)</b>
Escelsa	11/07/1995	2,0	1,7
Copene	15/08/1995	475,4	402,2
CPC	29/09/1995	60,9	51,5
Salgema	05/10/1995	43,9	37,2
CQR	05/10/1995	0,0	0,0
Nitrocarbano	05/12/1995	7,5	6,4
Pronor	05/12/1995	34,7	29,4
CBP	05/12/1995	0,0	0,0
Polipropileno	01/02/1996	4,6	4,6
Koppol	01/02/1996	66,9	65,8
Light	21/05/1996	585,9	584,2
Deten	22/05/1996	0,0	0,0
Polibrasil	27/08/1996	12,4	12,6
EDN	26/09/1996	0,0	0,0
CVRD	06/05/1997	3.558,8	3.669,0
Meridional	04/12/1997	0,0	0,0
Gerasul	15/09/1998	1.082,0	1.258,0
Telebras	29/07/1998	2.125,0	2.401,0
<b>TOTAL (1995-1999)</b>		<b>8.060,0</b>	<b>8.523,6</b>

Fonte: BNDES / Relatórios de Atividade. Elaboração do Autor.

**ANEXO IX**  
**DÍVIDAS TRANSFERIDAS DAS PRIVATIZAÇÕES ESTADUAIS (1996-1999)**

R\$ Milhões

<b>EMPRESA</b>	<b>Data do Leilão</b>	<b>Receita de Venda</b>	<b>Dívidas Transferidas</b>
Copel (Venda de Participações)	20/09/1996	88	-
Coelba (Venda de Participações)	11/11/1996	29	-
Telma (Venda de Participações)	19/11/1996	23	-
CERJ	20/11/1996	605	360
Ferroeste	10/12/1996	26	nd
CRT (Venda de Participações)	17/12/1996	681	-
Copel (Venda de Participações)	25/03/1997	226	-
CEB (Venda de Participações)	30/04/1997	79	-
Coelba (Venda de Participações)	07/05/1997	133	-
Coelce (Venda de Participações)	09/05/1997	98	-
Cemig (Venda de Participações)	28/05/1997	1.130	-
BANERJ	26/06/1997	121	nd
CEG	14/07/1997	464	nd
Riogás	14/07/1997	158	nd
Coelba	31/07/1997	1.731	222
Sabesp (Venda de Participações)	31/07/1997	407	-
Credireal	07/08/1997	311	nd
Cachoeira Dourada	05/09/1997	780	145
BESC (Venda de Participações)	30/09/1997	31	-
CEEE-Centro-oeste	21/10/1997	1.510	69
CEEE-Norte-NE	21/10/1997	1.635	161
CPFL	05/11/1997	3.015	110
Enersul	19/11/1997	626	234
Cia União de Seguros Gerais	20/11/1997	50	nd
Cemat	27/11/1997	392	503
Energipe	03/12/1997	577	43
Cosern	12/12/1997	676	121
Eletropaulo (Venda de Participações)	16/12/1997	476	-
Metrô	19/12/1997	292	nd
Conerj	05/02/1998	33	nd
Copel (Venda de Participações)	26/02/1998	127	-
Coelce	02/04/1998	987	422
Eletropaulo Metropolitana	15/04/1998	2.027	1.386
Sanepar (Venda de Participações)	08/06/1998	250	-
CRT	19/06/1998	1.176	934
Celipa	09/07/1998	450	131
Flumitrens	15/07/1998	280	-
Elektro	16/07/1998	1.479	497
Benge	14/09/1998	583	-
EBE	17/09/1998	1.014	434
Terminal Garagem Menezes Côrtes	28/10/1998	80	-
BANDEPE	17/11/1998	183	-
Congás	14/04/1999	1.653	104
BANEB	22/06/1999	260	-
Cesp-Paranapanema	28/07/1999	1.239	805
Cesp-Tietê	27/10/1999	938	1.182
Gás Noroeste-SP (Concessão)	09/11/1999	275	-
Elektro (Oferta Pública)		414	-
<b>TOTAL (1996-1999)</b>		<b>29.818</b>	<b>7.863</b>

Fonte: BNDES / Relatórios de Atividade. Elaboração do Autor.

**ANEXO X**  
**PAGAMENTOS DE DÍVIDA EXTERNA COM RECURSOS PROVENIENTES DO PND**

R\$ 1,00

EMPRESA	DATA	VALOR PAGO	DÍVIDAS PAGAS
<b>SETOR ELÉTRICO</b>			
ESCELSA	04/08/1995	13.624.123	DMLP
		340.148	BIB
		10.878.285	CLUBE DE PARIS
		7.096.800	BEA
		446.439	AVISO MF 087/85
		5.414.705	CLUBE DE PARIS
		539.662	BEA
		15.749.032	CLUBE DE PARIS
		4.385.854	BEA
		3.767.844	CLUBE DE PARIS
		1.724.813	BEA
		15.450	CLUBE DE PARIS
		116.205.886	BEA
		12.162.897	CLUBE DE PARIS
		4.697.682	BEA
		3.718.932	BRASIL/FRANÇA
		<b>200.768.553</b>	
	17/08/1995	8.037.298	BEA
LIGHT	14/06/1996	45.667.867	AVISO MF 087/85
LIGHT	19/07/1996	258.558.072	GARANTIAS DMLP
		97.495.220	JUROS DMLP
		<b>356.053.292</b>	
LIGHT	31/07/1996	60.235.975	GARANTIAS DMLP
LIGHT	08/08/1996	636.000	GARANTIAS DMLP
LIGHT	26/09/1996	10.000.000	GARANTIAS DMLP
LIGHT	14/10/1996	10.000.000	GARANTIAS DMLP
LIGHT	15/10/1996	802.145.557	DMLP
LIGHT	05/11/1996	10.000.000	GARANTIAS DMLP
LIGHT	16/12/1996	10.000.000	GARANTIAS DMLP
LIGHT	27/01/1997	10.000.000	GARANTIAS DMLP
LIGHT	31/01/1997	68.000.000	GARANTIAS DMLP
LIGHT	27/02/1997	10.000.000	AVISO MF 087/85
LIGHT	12/03/1997	2.312.868	BIB
LIGHT	26/03/1997	32.779.320	AVISO MF 087/85
LIGHT	04/04/1997	49.202.511	AVISO MF 087/85
LIGHT	10/09/1997	2.434.845	BIB
ESCELSA	31/10/1997	44.044.616	BEA
		2.426.965	BIB
		82.813.419	DMLP
		<b>129.285.000</b>	
ESCELSA	08/04/1998	5.683.984	DMLP
CERJ	13/05/1998	2.558.651	BIB
		102.429.381	BEA
		93.246.506	DMLP
		612.568	CLUBE DE PARIS
		<b>198.847.106</b>	
CERJ	18/05/1998	17.836	BEA
COELBA	26/05/1998	2.793.266	BIB
COELBA	24/06/1998	9.204.610	CLUBE DE PARIS
		20.606.359	DMLP
		11.598.601	AVISO MF 087/85
		<b>41.409.570</b>	
COELBA	25/06/1998	15.165.688	CLUBE DE PARIS
COELBA	26/06/1998	10.510.693	BEA
COELBA	06/07/1998	1.557.517	BEA
		11.817.660	CLUBE DE PARIS
		3.699.468	DMLP
		13.557.967	BEA
		456.389	BIB
		1.142.263	BRASIL/FRANÇA
		23.239.968	CLUBE DE PARIS
		20.386.726	DMLP
		<b>75.857.959</b>	
<b>SETOR FERROVIÁRIO</b>			
RFFSA Malha Sudoeste	30/09/1996	76.000.000	AVISO MF 087/85
<b>TOTAL DOS RECURSOS UTILIZADOS</b>		<b>2.243.845.187</b>	

Fonte: STNMF.

**ANEXO XI**  
**ALIENAÇÕES REALIZADAS E DESTINAÇÕES DOS RECURSOS DO PND EM 1995**

Posição de 31/12/95.		R\$ 1,00									
	ESCELSA	COPENE	CPC	SALGEMA	CQR	NITROCARBONO	PRONOR	CBP	TOTAL PND	INGRESSOS	TOTAL
	Leilão/Emprég./ Sobras	Leilão/ Emprég.	192º Leilão	192º Leilão	Leilão	Leilão	Leilão	Leilão	1995 (A)	relativos a outros exercícios (B)	1995 (A)+(B)
Data do Leilão	11/7,9 e 14/8/95	15/8,13 e 30/10/95	29/09/1995	05/10/1995	05/09/1995	05/12/1995	05/12/1995	05/12/1995			
Data da Liquidação Financeira	17/7,9 e 14/8/95	29/8,13 e 30/10/95	16/10/1995	16/10/1995	16/10/1995	18/12/1995	18/12/1995	18/12/1995			
I - VALOR BRUTO	371.250.459	257.328.578	95.527.864	133.435.338	1.637.308	28.625.625	61.510.317	35.253	949.350.741		949.350.741
1. Financiado											
2. A Vista	371.250.459	257.328.578	95.527.864	133.435.338	1.637.308	28.625.625	61.510.317	35.253	949.350.741		949.350.741
- Moeda Corrente	248.403.617	25.733.289	9.590.981	13.407.431	163.729	2.862.544	6.150.999	3.525	306.316.116		306.316.116
- Moeda de Privatização	122.846.842	231.595.289	85.936.883	120.027.906	1.473.578	25.763.081	55.359.318	31.728	643.034.625		643.034.625
II - VALOR REPASSADO - BNDES	371.250.459	257.328.578	95.527.864	133.435.338	1.637.308	28.625.625	61.510.317	35.253	949.350.741		949.350.741
Acertos do BNDES	102.234	(7.740.742)	126.456	485.433	6.883	40.888	79.308	118	(6.899.422)		(6.899.422)
(-) Despesas	4.644.989	7.965.023							12.610.012		12.610.012
(-) Comissões	739.359	510.635	189.251	264.976	2.333	56.361	122.794		1.885.709		1.885.709
(+) Remuneração Extramercado	5.486.582	734.915	315.707	750.409	9.215	97.249	202.102	118	7.596.298		7.596.298
III - VALOR REPASSADO - ALIENANTES	371.352.693	249.587.836	95.654.320	133.920.770	1.644.190	28.666.513	61.589.626	35.371	942.451.319		942.451.319
(+) Remuneração Extramercado		330.949							330.949		330.949
IV - INGRESSOS NO TESOUREIRO	208.805.851	249.918.785	85.936.883	120.027.906	1.473.578	25.763.081	55.359.318	31.728	747.317.130	833.102.744	1.580.419.874
Data do Repasse	4 e 17.8.95	diversas	16.10.95	16.10.95	16.10.95	18.12.95	18.12.95	18.12.95			
Em Moedas de Privatização:											
- Conta CETIP/STN (MOP)											
Em Moedas Corrente:											
- Fonte 100	2.390.175	231.595.289	85.936.883	120.027.906	1.473.578	25.763.081	55.359.318	31.728	522.577.959		522.577.959
- Fonte 159	446.439								446.439		446.439
- Fonte 163	3.718.932								3.718.932		3.718.932
- Fonte 167		18.323.496							18.323.496	833.102.744	851.426.240
- Fonte 171	156.652.267								156.652.267		156.652.267
- Fonte 189	47.988.213								47.988.213		47.988.213
V - DESTINAÇÃO DOS RECURSOS											
- Dívida Interna (amortização)											
- Dívida Interna (melhoria do perfil)	2.390.175	249.918.785	85.936.883	120.027.906	1.473.578	25.763.081	55.359.318	31.728	540.901.455	833.102.744	1.374.004.199
- Dívida Externa	208.805.851								208.805.851		208.805.851
- Conta Única - Saldo a Aplicar											
- Valor Financiado	167.931.189	8.475.657	189.251	264.976	2.333	56.361	122.794		177.042.562		177.042.562
- Outras											

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND.

**ANEXO XII**  
**INGRESSOS RELATIVOS A OUTROS EXERCÍCIOS - 1995**  
**DESTINAÇÃO DOS RECURSOS DO PND**

Posição de 31/12/95.		R\$ 1,00				
	Participações Minoritárias Dec. 1.068/94	COSIPA (SIDERBRÁS) Lei 8.031/90 (2)	ACESITA Dec. 1.068/94 (2)	USIMINAS CSN NTN-P	TOTAL	
Data do Leilão	nov/dez/94	1991		91.93.94		
Data da Liquidação Financeira	16.3.95	16.3.95	1.8.95	1.8.95	1.11.95	
<b>I - VALOR BRUTO</b>						
1. Financiado						
2. A Vista						
- Moeda Corrente						
- Moeda de Privatização						
<b>II - VALOR REPASSADO - BNDES</b>						
Acertos do BNDES						
(-) Despesas						
(-) Comissões						
(+) Remuneração Extramercado						
<b>III - VALOR REPASSADO - ALIENANTES</b>						
(+) Remuneração Extramercado						
<b>IV - INGRESSOS NO TESOUREIRO</b>						
Data do Repasse	365.279.445 16.3.95	126.938.926 16.3.95	253.797.634 1.8.95	1.435.796 1.8.95	85.650.943 3.11.95 833.102.744	
<b>Em Moedas de Privatização:</b>						
- Conta CETIP/STN (MOP)						
<b>Em Moedas Corrente:</b>						
- Fonte 100						
- Fonte 159						
- Fonte 163						
- Fonte 167	365.279.445	126.938.926	253.797.634	1.435.796	85.650.943 833.102.744	
- Fonte 171						
- Fonte 189						
<b>V - DESTINAÇÃO DOS RECURSOS</b>						
- Dívida Interna (amortização)						
- Dívida Interna (melhoria do perfil)	365.279.445	126.938.926	253.797.634	1.435.796	85.650.943 833.102.744	
- Dívida Externa						

Fonte: STNMIF. Relatórios do PND.



**ANEXO XIV**  
**INGRESSOS RELATIVOS A OUTROS EXERCÍCIOS - 1996**  
**DESTINAÇÃO DOS RECURSOS DO PND**

Posição de 31/12/96.		R\$ 1,00	
		ESCELSA Leilão / Empregados Sobras	TOTAL
Data do Leilão		1995	
Data da Liquidação Financeira			
<b>I - VALOR BRUTO</b>			
1. Financiado			
2. A Vista			
- Moeda Corrente			
- Moeda de Privatização			
Ações de Acionistas Minoritários			
Bolsa - bloqueio judicial			
<b>II - VALOR REPASSADO - BNDES</b>			
Acertos do BNDES			
(-) Despesas			
(-) Comissões			
(+) Remuneração Extramercado			
(-) Outros acertos			
<b>III - VALOR REPASSADO - ALIENANTES</b>			
(+) Remuneração Extramercado			
<b>IV - INGRESSOS NO TESOUREIRO</b>			
<b>Data do Repasse</b>			
<b>Em Moedas de Privatização:</b>			
- Conta CETIP/STN (MOP)			
<b>Em Moedas Corrente:</b>			
- Fonte 100			
- Fonte 151			
- Fonte 163			
- Fonte 167			
- Fonte 171			
<b>V - DESTINAÇÃO DOS RECURSOS</b>			
- Dívida Interna (amortização)			
- Dívida Interna (melhoria do perfil)			
- Dívida Externa			
		120.456.666	120.456.666
		120.456.666	120.456.666

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND.

**ANEXO XV**  
**ALIENAÇÕES REALIZADAS E DESTINAÇÕES DOS RECURSOS DO PND EM 1997**

Posição de 31/12/97.										R\$ 1,00			
LIGHT		ESCELSA	CVRD	CVRD	CVRD	RRFSA	CODESP	MERIDIONAL	BANDA B (2)	Part. Minoritárias	TOTAL PND	INGRESSOS	TOTAL GERAL
Empregados		Sobras	Lelião	Lelião	Empregados	NORDESTE	Lelião	e Sobras	Lelião	Dec. 1.069/94	(A)	relativos a Outros Exercícios (B)	(A+B)
Diversas		18.8.97	6.5.97	20.5.97	18.7.97	17.9.97	4 e 10.12.97	Diversas	21.2.23.5 e 4.7.97				
Diversas		21.8.97	9.5.97	20.5.97	25.7.97	22.9.97	10.12.97	Diversas	26.2.28.5 e 9.7				
160.997.508		130.016.060	3.336.178.240	178.889.466	15.800.000	274.484.259	267.194.684	5.118.499.499	202.654.316		9.686.714.031		9.686.714.031
I - VALOR BRUTO													
Valor Bruto													
a) Financiado													
b) A Vista													
- Moeda Corrente													
- Moeda de Privatização													
Deduções ao Valor Bruto													
Ações de Acionistas Minoritários													
Bólas - desp./valores bloqueados													
160.997.508		125.273.791	3.199.974.496	178.889.466	4.520.152	196.940.829	134.363.248	1.516.622.222	202.654.316		5.720.236.028		5.720.236.028
2.302.228		3.432.968	(80.181.964)	(153.462)	(667.824)		(8.952.931)		3.094.481		(81.126.504)		(81.126.504)
(+) Despesas		50.730	62.612.225	1.257.481	638.808		8.532.436		601.150		73.715.682		73.715.682
321.965		249.460	6.352.446	352.750	29.016		526.350		233.664		8.065.651		8.065.651
(+) Comissões													
3.641.227		3.733.158	164.365	1.456.769			106.855		3.929.295		13.031.669		13.031.669
(+) Remuneração Extramercado													
995.182			11.381.659								12.376.840		12.376.840
(+) Outros acertos (1)													
163.289.736		128.706.759	3.119.792.532	178.796.004	3.852.328	196.940.829	125.410.317	1.516.622.222	205.748.797		5.639.109.523		5.639.109.523
(-) Remuneração Extramercado		578.241									578.241		578.241
348.131.249		128.285.000	1.560.329.072	90.001.913			120.921.760		56.272.606		3.822.563.822		3.927.187.366
diversas		31.10.97	13.5 e 12.6.97	6.6.97			10.12.97		10, 26 e 31.8.97		27.11.97		10,1 e 27.11.97
IV - INGRESSOS NO TESOUREO													
Data do Repasse													
Em Moedas de Privatização:													
- Conta CETIP/STN (Moedas de Privatiz.)													
48.083.806													
Em Moedas Corrente:													
- Fonte 100													
159.981.831													
- Fonte 129													
1.516.622.222													
- Fonte 163													
1.650.330.985													
- Fonte 167													
15.886.327													
- Fonte 171													
270.350.612													
V - DESTINAÇÃO DOS RECURSOS													
- Dívida Interna (amortização)													
2.707.630.650													
- Dívida Interna (melhoria do perfil)													
104.356.412													
- Dívida Externa													
430.332.443													
- Conta Única - Saldo a Aplicar													
547.476.266													
- Valor Financiada													
3.287.411.936													
- Outras (3)													
2.623.116.233													



**ANEXO XVI**  
**INGRESSOS RELATIVOS A OUTROS EXERCÍCIOS - 1997**  
**DESTINAÇÃO DOS RECURSOS DO PND**

Posição de 31/12/97.						R\$ 1,00
	ELETROBRÁS		PETROQUISA		PARTICIPAÇÕES	
	LIGHT	RFESA	Lei 8.031/90	Diversos	MINORITÁRIAS	TOTAL
					Dec. 1.068/94	
Data do Leilão					30.12.96	
Data da Liquidação Financeira			1.9.97		6.1.97	
<b>I - VALOR BRUTO</b>						
<b>Valor Bruto</b>						
a) Financiado						
b) A Vista						
- Moeda Corrente						
- Moeda de Privatização						
<b>Deduções ao Valor Bruto</b>						
Ações de Acionistas Minoritários						
Bolsa - desp./valores bloqueados						
<b>II - VALOR REPASSADO - BNDES</b>						
Acertos do BNDES						
(-) Despesas						
(-) Comissões						
(+) Remuneração Extramercado						
(-) Outros acertos						
<b>III - VALOR REPASSADO - ALIENANTES</b>						
(+) Remuneração Extramercado						
<b>IV - INGRESSOS NO TESOUREIRO</b>	<b>185.831.514</b>	<b>2.482.831</b>	<b>68.958.421</b>	<b>33.182.292</b>		<b>104.623.543</b>
Data do Repasse	diversas		1.9.97	27.11.97		
<b>Em Moedas de Privatização:</b>						
- Conta CETIP/STN (Moedas de Privatiz.)				24.693.265		24.693.265
<b>Em Moedas Corrente:</b>						
- Fonte 100	49.202.511					49.202.511
- Fonte 129		923.794				923.794
- Fonte 163		1.559.036				1.559.036
- Fonte 167			68.958.421	8.489.027		77.447.448
- Fonte 171	136.629.003					136.629.003
<b>V - DESTINAÇÃO DOS RECURSOS</b>						
- Dívida Interna (amortização)						
- Dívida Interna (melhoria do perfil)			68.958.421	33.182.292		102.140.713
- Dívida Externa	185.831.514					185.831.514
- Fístel/Anatel						
- Conta Única - Saldo a aplicar		2.482.831				2.482.831

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND.

OBS:

Valores em moeda corrente depositados no BACEN em favor da PETROQUISA, que foram permutados por NTN-P.

**ANEXO XVII**  
**ALIENAÇÕES REALIZADAS E DESTINAÇÕES DOS RECURSOS DO PND EM 1998**

Posição de 31/12/98.

	CODESA	BANDA B	SISTEMA	TECON 1	GERASUL	GERASUL	GERASUL	PARTICIPAÇÕES	TERMINAL	CDRJ	MALHA	TOTAL PND	INGRESSOS	TOTAL GERAL
	CAPUABA	ÁREAS	TELEBRÁS	SEPETIBA	Lelião	Acções	Remanescentes	MINORITÁRIAS	ROLL-ON	ANGRA DOS	PAULISTA	1998	relativos a outros	1998
	C.DE PAUL	3,4,5,6 e 8		CDRJ				Dec. 1.068.994	ROLL-OFF	REIS		(A)	exercícios (B)	(A+B)
Data do Lelião	6 e 13.5.98	diversas	29.7.98	3.9.98	15.9.98	30.12.98		Diversas	3.11.98	5.11.98	10.11.98			
Data da Liquidação Financeira	13 e 20.5.98	diversas	4.8.98	10.9.98	22.9 e 9.10.98	6.1.99		Diversas	10.11.98	10.11.98	17.11 e 10.12.98			
<b>I - VALOR BRUTO</b>	<b>40.716.852</b>	<b>3.278.461.886</b>	<b>22.057.000.932</b>	<b>92.965.000</b>	<b>945.703.000</b>	<b>95.710.000</b>	<b>406.127.426</b>	<b>31.560.000</b>	<b>9.393.900</b>	<b>245.046.900</b>	<b>27.292.885.896</b>	<b>27.292.885.896</b>		<b>27.292.885.896</b>
Valor Bruto														
a) Financiada	33.454.722	1.918.780.799	13.234.200.534	53.965.000		81.353.500		15.265.000	6.393.900	186.702.400	15.530.115.856			15.530.115.856
b) A Vista	7.262.130	1.359.681.086	8.822.800.398	39.000.000	945.703.000	14.356.500		496.127.426	16.295.000	3.000.000	11.762.570.040			11.762.570.040
- Moeda Corrente	7.262.130	1.359.681.086	8.822.800.398	39.000.000	945.703.000	14.356.500		494.490.551	16.295.000	3.000.000	11.760.933.165			11.760.933.165
- Moeda de Privatização								1.636.875			1.636.875			1.636.875
Deduções ao Valor Bruto														
Acções de Acionistas Minoritários														
Bolsa - desp./valores bloqueados	7.262.130			46.483				13.529.215			51.996.033			72.833.860
<b>II - VALOR REPASSADO - BNDES</b>	<b>1.359.681.086</b>	<b>8.822.800.398</b>	<b>38.953.518</b>	<b>46.483</b>	<b>945.703.000</b>	<b>14.356.500</b>	<b>482.598.211</b>	<b>16.295.000</b>	<b>3.000.000</b>	<b>6.348.467</b>	<b>11.689.736.180</b>	<b>11.689.736.180</b>		<b>11.689.736.180</b>
Acções do BNDES														
(-) Despesas		(22.800.398)			(4.996.164)	(8.263.280)		401.216		(1.686.959)	(37.368.585)			(37.368.585)
(-) Comissões		14.832.760			891.164	8.140.270		295.926		723.461	24.683.580			24.683.580
(-) Outros acertos		4.408.521			1.890.946	190.570		964.612		486.145	7.940.792			7.940.792
(+) Remuneração Extramercado		3.559.117			7.307.107					515.806	11.382.029			11.382.029
<b>III - VALOR REPASSADO - ALIENANTES</b>	<b>1.359.681.086</b>	<b>8.800.000.000</b>	<b>38.953.518</b>	<b>38.953.518</b>	<b>940.703.936</b>	<b>6.073.220</b>	<b>482.999.428</b>	<b>16.295.000</b>	<b>3.000.000</b>	<b>4.661.508</b>	<b>11.652.367.595</b>	<b>11.652.367.595</b>		<b>11.652.367.595</b>
(+) Remuneração Extramercado														
<b>IV - INGRESSOS NO TESOURO</b>	<b>1.335.461.086</b>	<b>8.800.000.000</b>	<b>5.8.98</b>	<b>1 e 30.10.20.12.98</b>	<b>880.344.552</b>	<b>346.487.865</b>	<b>1.581.587</b>	<b>2.353.191</b>	<b>23.12.98</b>	<b>1.581.587</b>	<b>11.374.646.695</b>	<b>11.374.646.695</b>	<b>2.720.096.707</b>	<b>14.103.746.402</b>
Data do Repasse														
Em Moedas de Privatização:														
- Conta CETIP/STN (Moedas de Privatiz.)														
Em Moedas Corrente:														
- Fonte 100														1.581.587
- Fonte 129														11.598.601
- Fonte 159														4.048.805.545
- Fonte 163														1.142.263
- Fonte 167														9.664.887.849
- Fonte 171														38.185.319
- Fonte 189														277.504.743
<b>V - DESTINAÇÃO DOS RECURSOS</b>	<b>1.335.461.086</b>	<b>8.800.000.000</b>	<b>845.242.065</b>	<b>29.945.260</b>	<b>15.157.227</b>	<b>53.965.000</b>	<b>151.301.314</b>	<b>16.295.000</b>	<b>3.000.000</b>	<b>55.513.956</b>	<b>10.983.056.342</b>	<b>10.983.056.342</b>	<b>650.732.649</b>	<b>11.633.788.991</b>
- Dívida Interna (amortização)														39.768.906
- Dívida Interna (melhoria do perfil)														350.286.101
- Dívida Externa														15.157.227
- Conta Única - Saldo a Aplicar														15.448.762.356
- Valor Financiada														2.439.596.470
- Outras														

Fonte: STN/MF - Relatórios do PND.

OBS:

(1) Inclui o valor referente à 1ª parcela da Banda B - Área 2, definido e ingressado após decisão do Superior Tribunal de Justiça.

(2) GERASUL - Parte do valor transferido ao Fundo Nac. de Desenvolvimento-FND deverá ser permutado por NTN-P.

**ANEXO XVIII**  
**INGRESSOS RELATIVOS A OUTROS EXERCÍCIOS - 1998**  
**DESTINAÇÃO DOS RECURSOS DO PND**

Posição de 31/12/98.							R\$ 1,00
	BANCO MERIDIONAL (1)	BANCO do BRASIL MYDFA (2)	BANDA B ÁREAS ÁREAS 1,2,7,9,10	ELETROBRÁS ESCELSA	RFFSA	TOTAL	
Data do Leilão							
Data da Liquidação Financeira							
<b>I - VALOR BRUTO</b>							
Valor Bruto							
a) Financiado							
b) A Vista							
- Moeda Corrente							
- Moeda de Privatização							
<b>Deduções ao Valor Bruto</b>							
Ações de Acionistas Minoritários							
Bolsa - desp./valores bloqueados							
<b>II - VALOR REPASSADO - BNDES/FISTEL</b>							
Acertos do BNDES							
(-) Despesas							
(-) Comissões							
(-) Outros acertos							
(+) Remuneração Extramercado							
<b>III - VALOR REPASSADO - ALIENANTES</b>							
(+) Remuneração Extramercado							
<b>IV - INGRESSOS NO TESOUREIRO</b>	4.488.557	7.935.898	2.705.710.911	5.683.984	5.280.357	2.729.099.707	
Data do Repasse	9.1.98	2.3.98	31.3.10.4.20.4	8.4.98	diversas		
<b>Em Moedas de Privatização:</b>							
- Conta CETIP/STN (Moedas de Privatiz.)							
<b>Em Moedas Corrente:</b>							
- Fonte 100							
- Fonte 129			2.705.710.911		5.280.357	2.710.991.268	
- Fonte 159							
- Fonte 163	4.488.557					4.488.557	
- Fonte 167		7.935.898				7.935.898	
- Fonte 171				5.683.984		5.683.984	
- Fonte 189							
<b>V - DESTINAÇÃO DOS RECURSOS</b>							
- Dívida Interna (amortização)	4.488.557		644.117.594		2.126.497	650.732.649	
- Dívida Interna (melhoria do perfil)		7.935.898				7.935.898	
- Dívida Externa				5.683.984		5.683.984	
- Conta Única - Saldo a Aplicar			2.061.593.316		3.153.860	2.064.747.176	
- Outras							

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND.

OBS:

(1) Banco Meridional: liquidação financeira ocorreu em dez/97, mas os recursos só ingressaram na Conta Única em jan/98.

(2) Banco do Brasil S/A - Valores depositados no BACEN, provenientes de Ativos MYDFA vencidos e transformados em moeda corrente. Esses valores foram permutados por NTN-P.

## ANEXO XIX

**Rs 1.00**

**Fonte:** STNMF. Relatórios do PND.

## ANEXO XX

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND.

(1) TELEBRAS - Operação de antecipação de valores financiados com a utilização de títulos da dívida mobiliária, a valores atualizados p/data de realização das operações (31.3.99 e 28.6.99)

(2) Os valores dos títulos foram atualizados para as datas de amortização da dívida mobiliária (31.3.99 e 28.6.99).

**ANEXO XXI**

<b>AJUSTE PRIVATIZAÇÃO (1996)</b>			
<b>Período</b>	<b>Item Sensibilizado</b>	<b>Tipo de Ocorrência</b>	<b>R\$ Milhões</b>
1996			
Jun	Moedas de privatização - Governo central	Privatização da Ligth e Deten	- 797
Jul	Debêntures - Empresas estatais	Abatimento de debêntures da Eletrobrás junto ao BNDES	- 263
Out	Moedas de privatização - Governo central	Privatização da Polibrasil	- 90
<b>Total</b>			<b>-1 150</b>
<b>AJUSTE PRIVATIZAÇÃO (1997)</b>			
<b>Período</b>	<b>Item Sensibilizado</b>	<b>Tipo de Ocorrência</b>	<b>R\$ Milhões</b>
1996	Saldo		-1 150
1997			
Mar	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas e Privatização da Light	- 43
Mai	Títulos públicos federais - Governo central	Privatização da CVRD	-1 550
	Dívida bancária - Empresas estatais	Privatização da CVRD	- 896
	Debêntures - Empresas estatais	Privatização da CVRD	- 47
	Dívida externa líquida - Empresas estatais	Privatização da CVRD	-1 551
Jun	Títulos públicos federais - Governo central	Privatização da CVRD e Light	- 418
Jul	Dívida mobiliária líquida - Governos estaduais e municipais	Privatização da CEG e Riogás	- 622
Ago	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatizações da COELBA e CREDIREAL	-1 471
	Dívida mobiliária líquida - Governos estaduais e municipais	Privatização da COELBA	- 200
	Dívida externa líquida - Empresas estatais	Privatização da COELBA	- 152
Set	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da Cachoeira Dourada	- 380
	Dívida mobiliária líquida - Governos estaduais e municipais	Privatização da Cachoeira Dourada	- 400
Out	Dívida mobiliária líquida	Privatização da CEEE	- 472
	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da CEEE	-2 753
Nov	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da CPFL e ENERSUL	-3 296
	Depósitos à vista - Governos estaduais e municipais	Privatização da CEMAT	- 353
	Dívida bancária - Empresas estatais	Privatização da CPFL, CEMAT e ENERSUL	- 781
Dez	Títulos públicos federais	Privatização do Meridional	- 4
	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatizações da COSERN, ENERGIPE e Metrô-RJ e repasse à Eletrobrás de recursos da privatização da Enersul	- 888
	Depósitos à vista - Estatais federais	Repasse à Eletrobrás de recursos da privatização da Enersul	- 369
<b>Total</b>			<b>-17 796</b>

Fonte: BACEN/MF.

## ANEXO XXI

(Continuação)

AJUSTE PRIVATIZAÇÃO (1998)			
Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	R\$ Milhões
1997	Saldo		-17 796
1998			
Fev	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da Conerj	- 33
Abr	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da COELCE	- 987
	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da Eletropaulo Metropolitana	-2 027
Jun	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da CRT	-1 176
	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da Sanepar	- 250
Jul	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da Elektro	-1 479
	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da Celpa	- 450
	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da Flumitrens	- 9
	Dívida bancária - Estatais estaduais	Transferência de dívida da CRT para o setor privado	- 24
Ago	Dívida Mobiliária fora do BCB	Privatização do Sistema Telebrás	-3 520
Set	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Amortização Conta Gráfica c/ recursos Privatização BEMGE	- 523
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Amortização Conta Gráfica c/ recursos Privatização EBE	- 710
	Dívida Mobiliária fora do BCB	Privatização das Centrais Geradoras do Sul S.A. - GERASUL	- 946
	Dívida Mobiliária fora do BCB	Privatização do Porto de Sepetiba	- 93
	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização do BEMGE	- 61
	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da Empresa Brasileira de Energia - EBE	- 304
Nov	Dívida bancária - Governos estaduais	Privatização do BANDEPE (PE)	- 183
	Dívida bancária - Governos estaduais	Privatização da Menezes Cortes (RJ)	- 80
<b>Total</b>			-30 650
AJUSTE PRIVATIZAÇÃO (1999)			
Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	R\$ Milhões
1998	Saldo		-30 650
1999			
Mar	Dívida Mobiliária fora do BCB	Privatização do Sistema Telebrás (Antecipação 3ª parcela)	-1 554
Abr	Dívida bancária - Empresas estatais estaduais	Privatização da COMGÁS	-1 638
Mai	Dívida bancária - Empresas estatais estaduais	Privatização da COMGÁS	- 133
Jun	Dívida Mobiliária fora do BCB	Privatização do Sistema Telebrás (Antecipação 2ª parcela)	-1 610
	Dívida bancária - Governos estaduais	Privatização do BANEB (BA)	- 260
Ago	Dívida Mobiliária fora do BCB	Privatização do Sistema Telebrás (Antecipação 2ª parcela)	-1 601
	Dívida bancária - Governos estaduais	Privatização da CESP - Paranapanema	-1 239
Nov	Dívida bancária - Governos estaduais	Privatização da CESP - Tietê	- 938
<b>Total</b>			-39 623

Fonte: BACEN/MF.

## ANEXO XXII

AJUSTE PATRIMONIAL (1996)			
Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	R\$ Milhões
1996			
Jan	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	15
Fev	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	85
Mar	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	21
Abr	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	206
Mai	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	2 632
	Títulos públicos federais - Governo central	Capitalização do Banco do Brasil <sup>1/</sup>	7 999
	Dívida bancária - Empresas estatais	Clearing dívida de Itaipu com Banespa	-1 500
Jun	Carteira de fundos - Governo central	Liquidação dos bancos Comind e Auxiliar	3 712
	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	31
	Dívida bancária - Empresas estatais	Clearing Tesouro Nacional, BNDES e F. Marinha Mercante	410
Jul	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	876
	Dívida bancária líquida - Governo central	Privatização da Light	- 901
Ago	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	16
Set	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	98
Out	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	433
	Dívida bancária - Empresas estatais	Clearing Itaipu, Eletronorte e SFN	- 455
Nov	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	1 109
	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Privatização da CERJ	- 595
Dez	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	1 114
	Previdência social - Governo central	Clearing BB, CEF e INSS	320
	Dívida externa	ajuste metodológico - acumulado no ano <sup>2/</sup>	517
<b>Total</b>			16 142
AJUSTE PATRIMONIAL (1997)			
Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	R\$ Milhões
1996	Saldo		16 142
1997			
Fev	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	140
Mar	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas e privatização Light	- 118
Mai	Dívida bancária líquida - Governo central	Estorno de aplicações do F. da Marinha Mercante	257
	Carteira de títulos públicos - Empresas estatais	Privatização da CVRD	345
Jun	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	671
	Carteira de títulos públicos - Governo central	Inserção de fundos constitucionais	-6 381
	Dívida bancária - Governos estaduais e municipais	Programa de ajuste fiscal dos Estados	4 501
	Dívida bancária - Empresas estatais	Programa de ajuste fiscal dos Estados	-4 501
Set	Moedas de privatização - Governo central	Assunção de dívidas da Siderbrás	469
	Títulos públicos federais - Governo central	Emissão de NTN-P	7 935
	Carteira de títulos públicos - Empresas estatais	NTN-P relativas às moedas recebidas no PND	-5 091
	Debêntures	Transferências de debêntures para o TN	- 429
Out	Carteira de fundos	Exclusão dos conselhos de fiscalização de profissões	7
		Liberais da estatística (MP 1.549-35, de 09.10.97)	
	Aviso MF-30	Liquidação Siderbrás	2 981
	Aviso MF-30	Liquidação Siderbrás	-3 003
Nov	Títulos públicos federais	Emissão de NTN-P	1 150
	Moedas de privatização	Securitização de dívida agrícola	1 180
Dez	Moedas de privatização	Securitização de dívidas	3
	Renegociação de dívida - Governo central	Assunção da dívida de São Paulo pela União	9 576
	Renegociação de dívida - Governos estaduais e municipais	Assunção da dívida de São Paulo	2 041
	Dívida bancária - estatais estaduais	Assunção da dívida de São Paulo	-11 617
	Dívida externa	ajuste metodológico - acumulado no ano <sup>2/</sup>	2 531
<b>Total</b>			18 789

Fonte: BACEN/MF.

<sup>1/</sup> inclui NTN-J emitidas para integralização do capital subscrito pelo Tesouro Nacional e em substituição às NTN-N emitidas para resgate dos MYDFA da carteira do Banco do Brasil.<sup>2/</sup> diferença no cálculo da dívida externa: saldos convertidos pela taxa de câmbio de final do período e os fluxos pela taxa de câmbio média do mês.



## ANEXO XXII

(Continuação)

AJUSTE PATRIMONIAL (1998)			
Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	R\$ Milhões
1997	Saldo		18 789
1998			
Jan	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	2 530
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - BA e CE	91
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - BA e CE	- 91
Mar	Moedas de privatização - Governo central	Ajustes de certificados de privatização	- 117
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - SE	57
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - SE	- 57
Abril	Dívida mobiliária líquida - Governo central	Cancelamento e emissão de LFT, sem impacto.	-1 400
	Moedas de privatização - Governo central	Emissão de DVR	2 977
Mai	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - ES	54
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - ES	- 54
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES) - RO	549
Jun	Moedas de privatização - Governo central	Emissão de DVR	399
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - MG	2 399
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - MG	-2 399
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES) - MG e BA	4 283
Jul	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES) - MG	478
Ago	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES) - MG e PE	2 319
	Fundo de curto prazo (Extramercado)	Transferência das aplic da Telebrás para o setor privado	2 805
	Financiamento externo - Estatais federais	Transferência da dívida externa da Telebrás para o setor privado	-1 204
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 (MT/PE/RN)	202
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 (MT/PE/RN)	- 202
Set	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - SC	54
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - SC	- 54
Out	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - GO	333
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - GO	- 333
Nov	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas - FCVS	3 561
	Aplicações de fundos em títulos públicos - Governo central	Inclusão do FINOR	-2 148
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-ES)	260
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - RS	2 513
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - RS	-2 513
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - MS	205
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - MS	- 205
	Dívida Mobiliária fora do BCB	Conta Petróleo - (emissão de NTN-H)	6 013
	Fundo de Curto Prazo (Empresas estatais federais)	Conta Petróleo - (emissão de NTN-H)	-6 013
Dez	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas - FCVS	422
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-RS)	2 380
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-AP)	25
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - MA	66
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - MA	- 66
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - AL	109
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - AL	- 109
	Dívida Externa - Empresas estatais federais	Reconhecimento de créditos externos	-2 904
	Dívida externa	ajuste metodológico - acumulado no ano <sup>1/</sup>	2 605
<b>Total</b>			<b>36 609</b>

Fonte: BACEN/MF.

1/ diferença no cálculo da dívida externa: saldos convertidos pela taxa de câmbio de final do período e os fluxos pela taxa de câmbio média do mês.

(Continuação)

AJUSTE PATRIMONIAL (1999)			
Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	R\$ Milhões
1998	Saldo		36 609
1999			
Jan	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-MA)	330
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-SE)	41
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-MT)	193
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-PR)	127
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - PA	69
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - PA	- 69
Fev	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-AM)	4
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-RR)	40
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - PR	167
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - PR	- 167
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - RR	2
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - RR	- 2
Mar	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-PR)	2 687
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-RN)	101
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-SC)	198
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES-AC)	131
Abr	Moedas de privatização - Governo central	Renegociação de Dívidas do Estado do RJ	100
Mai	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - PB	79
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - PB	- 79
	Moedas de privatização - Governo central	Renegociação de Dívidas do Estado da PB	4
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES) - SC	68
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES) - CE	985
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES) - GO	476
Jun	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	1 202
	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas - FCVS	119
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (PROES) - PR	137
	Dívida bancária - Empresas estatais estaduais	Reconhecimento de Depósitos Judiciais da CESP	- 285
Jul	Dívida bancária - Governos estaduais	Reclassificação de Dívida Bancária	2 052
	Dívida bancária - Governos estaduais	Inclusão de Debêntures	493
	Dívida bancária - Empresas estatais federais	Inclusão de Debêntures	1 071
Ago	Dívida bancária - Governo federal	Reclassificação de Dívida Bancária	- 794
	Dívida bancária - Governos estaduais	Reclassificação de Dívida Bancária	794
	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	747
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais (Proes) - AM	364
Out	Dívida bancária - Governo federal	Recebimento de haveres da dívida agrícola	-1 332
	Moedas de privatização - Governo central	Crédito recebido por GO-investimentos feitos em Tocantins	154
	Dívida bancária - Governos estaduais	Crédito transferido para GO-investimentos em Tocantins	- 154
	Renegociação de dívida - Governo central	Crédito recebido por GO-investimentos feitos em Tocantins	299
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Crédito transferido para GO-investimentos em Tocantins	- 299
Dez	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas - RFFSA	1 319
	Moedas de privatização - Governo central	Securitização de dívidas	265
	Renegociação dos estados	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais - PROES - PR	2 374
	Renegociação dos estados	Ajuste dos Bancos Públicos estaduais - PROES - RN	4
	Renegociação de dívida - Governo central	Subsídio lei 9496/97 - RJ	3 543
	Renegociação dos estados - Governos estaduais e municipais	Subsídio lei 9496/97 - RJ	-3 543
	Dívida externa	ajuste metodológico - acumulado no ano <sup>1/</sup>	29 511
<b>Total</b>			<b>80 135</b>

Fonte: BACEN/MF

1/ diferença no cálculo da dívida externa: saldos convertidos pela taxa de câmbio de final do período e os fluxos pela taxa de câmbio média do mês.

**Estrutura da Dívida Líquida do Setor Público - DLSP****DISCRIMINAÇÃO**

Dívida fiscal líquida sem privatização  
 Ajuste privatização (base: dez/95)  
 Dívida fiscal líquida com privatização  
 Ajuste patrimonial-outros(base: dez/95)  
 Dívida líquida total  
   Governo federal e BCB  
   Governos estaduais e municipais  
   Empresas estatais

**Dívida interna líquida**

Governo federal e BCB  
   Títulos públicos federais  
   Dívida bancária líquida  
   Arrecadação a recolher  
   Aviso MF-30  
   Moedas de privatização  
   Recursos do FAT  
   Base monetária  
   Outros depósitos no BCB  
   Créditos do BCB às inst. Financeiras  
   Créditos do BCB (Lei nº 8.727/93)  
   Carteira de fundos  
   Demais contas do BCB  
   Previdência Social  
   Renegociação com os estados  
     (Lei nº 9.496/97)

**Governos estaduais e municipais**

  Dívida mobiliária líquida  
   Dívida bancária  
   Arrecadação a recolher  
   Depósitos à vista  
   Aviso MF-30  
   Renegociação com os estados  
     (Lei nº 9.496/97)

**Empresa estatais**

  Federais  
     Dívida bancária  
     Depósitos à vista  
     Dívida com empreiteiros e fornecedores  
     Debêntures  
     Carteira de tít. púb. das emp. estatais  
     Aviso MF-30

**Estaduais**

  Dívida bancária  
   Depósitos à vista  
   Carteira de tít. púb. das emp. estatais  
   Aviso MF-30

**Municipais**

  Dívida bancária  
   Depósitos à vista  
   Aviso MF-30

**Dívida externa líquida**

  Governo federal e BCB  
   Governos estaduais e municipais  
   Empresas estatais  
     Federais  
     Estaduais  
     Municipais

**ANEXO XXIV**  
**RESULTADO CONSOLIDADO DE VENDAS DO PND (1991-1999)**  
(Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro de 1999)

					R\$ Milhões de Dezembro/99	
SETOR	EMPRESA	DATA DA VENDA	RESULTADO DA VENDA (US\$)	DÍVIDAS TRANSF. (US\$)	RESULTADO TOTAL (US\$)	RESULTADO TOTAL (R\$)
SIDERURGIA	USIMINAS	24/10/1991	1.461	369	1.830	3.070
	USIMINAS	21/09/1994	481		481	715
	CSN	02/04/1993	1.285	533	1.818	2.485
	CSN	03/03/1994	210		210	241
	AÇOMINAS	10/09/1993	599	122	720	955
	ACESITA	22/10/1992	465	232	698	1.139
	COSIPA	20/08/1993	360	884	1.244	1.866
	COSIPA	23/06/1994	226		226	483
	CST	16/07/1992	347	484	831	1.380
	CST	26/10/1994	6		6	9
	PIRATINI	14/02/1992	107	2	109	180
	COSINOR	14/11/1991	14	-	14	22
COSINOR	16/03/1992	1		1	2	
	Total		5.561	2.626	8.188	12.548
PETROQUÍMICA	COPELUL	15/05/1992	797	9	806	1.352
	COPELUL	01/11/1993	31		31	37
	COPELUL	17/06/1994	34		34	67
	PQU	24/01/1994	288	41	328	489
	COPENE	15/08/1995	270	475	746	1.024
	PETROFLEX	10/04/1992	234	21	255	431
	SALGEMA	05/10/1995	139	44	183	256
	CPC	29/09/1995	100	61	161	224
	POLIBRASIL	27/08/1996	99	12	112	151
	POLIOLEFINAS	19/03/1993	87	-	87	137
	POLIPROPILENO	01/02/1996	81	5	86	117
	ÁLCALIS	15/07/1992	81	6	87	143
	PRONOR	05/12/1995	64	35	98	136
	PPH	29/09/1992	59	35	94	162
	POLISUL	11/09/1992	57	131	188	285
	OXITENO	15/09/1993	54	2	56	77
	POLITENO	18/08/1994	45	28	73	112
	NITROCARBONO	05/12/1995	30	8	37	51
	NITRIFLEX	06/08/1992	26	9	35	53
	COPERBO	16/08/1994	26	6	32	50
	CIQUINE	17/08/1994	24	6	30	48
	POLIALDEN	17/08/1994	17	2	18	29
	EDN	26/09/1996	17	-	17	23
	ACRINOR	12/08/1994	12	1	13	20
	DETEN	22/05/1996	12	-	12	16
	CBE	03/12/1992	11	-	11	16
	KOPPOL	01/02/1996	3	67	70	96
	CQR	05/10/1995	2	-	2	2
	CBP	05/12/1995	-	-	-	-
	Total		2.699	1.003	3.701	5.606
FERTILIZANTES	ULTRAFÉRTIL	24/06/1993	206	20	226	358
	FOSFÉRTIL	12/08/1992	182	44	226	355
	GOIASFÉRTIL	08/10/1992	13	9	22	33
	ARAFÉRTIL	15/04/1994	11	2	13	17
	INDAG	23/01/1992	7	-	7	12
	Total		418	75	494	775
ELÉTRICO	ESCELSA	11/07/1995	400	2	402	544
	ESCELSA	18/08/1997	119		119	163
	LIGHT SESA	21/05/1996	2.271	586	2.857	3.875
	LIGHT SESA	09/05/1997	238		238	319
	GERASUL	15/09/1998	801	1.082	1.883	2.686
	GERASUL - Remanescentes	30/12/1998	79		79	115
	GERASUL - 1ª Venda Func.	26/04/1999	1		1	1
	GERASUL - 2ª Venda Func.	24/05/1999	0		0	0
	GERASUL - 2ª Venda Func.	28/07/1999	0		0	0
	Total		3.909	1.670	5.579	7.703
FERROVIÁRIO	RFFSA (Malhas)					
	OESTE	05/03/1996	63	-	63	87
	CENTRO-OESTE	14/06/1996	316	-	316	426
	SUDESTE	20/09/1996	871	-	871	1.181
	TEREZA CRISTINA	22/11/1996	18	-	18	24
	SUL	13/12/1996	209	-	209	284
	NORDESTE	18/07/1996	15	-	15	18
	MALHA PAULISTA	10/11/1998	206	-	206	297
	Total		1.697	-	1.697	2.317
MINERAÇÃO	CVRD	06/05/1997	3.299	3.559	6.858	9.200
	CARAÍBA	28/07/1994	6	-	6	10
	Total		3.305	3.559	6.864	9.210

Fontes: BNDES e ANATEL.

**OBS:**

Os resultados incluem o valor presente das parcelas financiadas.

**ANEXO XXIV**  
**RESULTADO CONSOLIDADO DE VENDAS DO PND (1991-1999)**  
(Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro de 1999)

(Continuação)

		R\$ Milhões de Dezembro/99				
SETOR	EMPRESA	DATA DA VENDA	RESULTADO DA VENDA (US\$)	DÍVIDAS TRANSF. (US\$)	RESULTADO TOTAL (US\$)	RESULTADO TOTAL (R\$)
PORTUÁRIO	TECON-1 (CODESP)	17/09/1997	251	-	251	341
	CAPUABA (CODESA)	13/05/1998	26	-	26	36
	CAIS DE PAUL (CODESA)	20/05/1998	9	-	9	13
	SEPETIBA (CDRJ)	03/09/1998	79	-	79	112
	PORTO DO RIO (CDRJ)	03/11/1998	26	-	26	38
	ANGRA DOS REIS (CDRJ)	05/11/1998	8	-	8	11
	P.DE SALVADOR(CODEBA)	27/12/1999	21	-	21	38
	<b>Total</b>		<b>420</b>	<b>-</b>	<b>420</b>	<b>590</b>
	BANDA B - ÁREA 1	09/07/1997	2.453	-	2.453	3.310
	ÁREA 2	08/08/1997	1.223	-	1.223	1.660
TELECOMUNICAÇÕES	ÁREA 3	31/03/1998	1.327	-	1.327	1.821
	ÁREA 4	06/04/1998	457	-	457	629
	ÁREA 5	07/04/1998	729	-	729	1.003
	ÁREA 6	14/04/1998	315	-	315	434
	ÁREA 7	04/06/1997	314	-	314	421
	ÁREA 8	27/11/1998	51	-	51	73
	ÁREA 9	09/07/1997	232	-	232	313
	ÁREA 10	08/08/1997	512	-	512	695
	<b>Subtotal - Banda B</b>		<b>7.613</b>	<b>-</b>	<b>7.613</b>	<b>10.360</b>
	Sistema TELEBRÁS					
	Telefonia Fixa/Longa Distância	29/07/1998	11.970	-	11.970	16.800
	Telefonia Celular - Banda A	29/07/1998	6.974	-	6.974	9.788
	Telebrás - Empregados - 1ª	09/04/1999	287	-	287	547
	Telebrás - Empregados - 2ª	09/04/1999	6	-	6	11
	Telebrás - Sobras	07/06/1999	1	-	1	3
	<b>Subtotal - TELEBRÁS</b>		<b>19.239</b>	<b>2.125</b>	<b>21.364</b>	<b>27.149</b>
	ESPELHO - Área I	15/01/1999	41	-	41	71
	- Área IV	15/01/1999	38	-	38	65
	- Área III	05/05/1999	42	-	42	78
	- Área II	27/08/1999	0	-	0	0
	<b>Subtotal - Empresas Espelho</b>		<b>120</b>	<b>-</b>	<b>120</b>	<b>215</b>
	<b>Total</b>		<b>26.971</b>	<b>2.125</b>	<b>29.096</b>	<b>37.724</b>
FINANCEIRO	BANCO MERIDIONAL-BMB	04/12/1997	239	-	239	324
	BMB-Oferta Empregados	04/12/1997	1	-	1	1
	<b>Total</b>		<b>240</b>	<b>-</b>	<b>240</b>	<b>325</b>
OUTROS	EMBRAER	07/12/1994	192	263	455	635
	CELMA	01/11/1991	91	5	96	135
	MAFERSA	11/11/1991	49	1	49	76
	SNBP	14/01/1992	12	-	12	20
	DATAMEC	23/06/1999	47	-	47	93
	DATAMEC-Oferta Empregados	23/08/1999	2	-	2	5
	DATAMEC-Sobras	20/09/1999	0	-	0	0
	<b>Total</b>		<b>393</b>	<b>268</b>	<b>662</b>	<b>963</b>
<b>TOTAL PARCIAL</b>			<b>45.614</b>	<b>11.328</b>	<b>56.940</b>	<b>77.761</b>
em %			<b>80%</b>	<b>20%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS DECRETO 1.068/94	Leilões	10/11/1994	109	-	109	150
		11/11/1994	16	-	16	22
		14/11/1994	152	-	152	210
		01/12/1994	39	-	39	54
		12/12/1994	18	-	18	25
		15/12/1994	7	-	7	10
		16/12/1994	55	-	55	76
		30/12/1996	33	-	33	46
		21/02/1997	46	-	46	62
		23/05/1997	109	-	109	147
		04/07/1997	35	-	35	46
		16/04/1998	94	-	94	130
		28/04/1998	147	-	147	203
		08/05/1998	179	-	179	247
		17/07/1998	0	-	0	0
		28/10/1998	0	-	0	0
		07/12/1998	1	-	1	2
		06/07/1999	1	-	1	2
		16/08/1999	0	-	0	0
		29/10/1999	7	-	7	14
		19/11/1999	54	-	54	105
		29/11/1999	0	-	0	0
<b>DIVERSAS - Total</b>			<b>1.102</b>	<b>-</b>	<b>1.102</b>	<b>1.554</b>
<b>TOTAL GERAL</b>			<b>46.716</b>	<b>11.328</b>	<b>58.042</b>	<b>79.315</b>
em %			<b>80%</b>	<b>20%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fontes: BNDES e ANATEL.

**OBS:**

- Os resultados da Banda B incluem a atualização monetária e juros incidentes sobre a 1ª parcela do financiamento.
- Os resultados incluem o valor presente das parcelas financiadas.

## BIBLIOGRAFIA

- ABREU, MARCELO P. & WERNECK, ROGÉRIO L. F. *Privatization and regulation in Brazil: the 1990-92 policies and the challenges ahead*. Rio de Janeiro: PUC, (Texto para Discussão n° 300), 1993.
- ANDIMA - ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DE MERCADO ABERTO. *Moedas de privatização*. Rio de Janeiro: ANDIMA (Estudos Especiais), 1995.
- ARROW, K. J. & LIND, R. C. *Uncertainty and the evaluation of public investment decisions*. American Economic Review, Volume LX, n. 3, June, 1970.
- ARMSTRONG, M.; COWAN S. & VICKERS, J. *Regulatory reform: economic analysis and British experience*. Cambridge, MA: MIT Press, 1994.
- BISHOP, M. & KAY, J. *Does privatization work? Lessons from the United Kingdom*. London: London Business School, Centre for Business Strategy, 1988.
- BLEJER, M. & CHEASTY, A. *Measurement of fiscal impact: methodological issues*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, (IMF Occasional Paper n°59), 1989.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim do Banco Central do Brasil*. Brasília, DF: BACEN/MF, vários números.
- \_\_\_\_\_. *Notas para a Imprensa*. Brasília, DF: BACEN/MF, vários números.
- BNDES - BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Relatório anual de atividades do Programa Nacional de Desestatização*. Rio de Janeiro: BNDES, vários anos (1992/1999).
- BÖS, DIETER. *Welfare effects of privatizing public enterprises*. In BöS, D.; Rose, M. e Seidel, C. *Welfare and efficiency in public economics*. Berlim: Springer-Verlag, 1988.

\_\_\_\_\_. *Privatization: a theoretical treatment*. Oxford: Clarendon Press, 1991.

BRASIL. *Concessões de serviços públicos*. Brasília, DF: Presidência da República, 1995.

BUITER, W. H. *A guide to public sector debt and deficit*. Economic Policy, 1985.

CANDROY-SEKSE, R. & PALMER, A. R. *Techniques of privatization of state-owned enterprises: methods and implementation*. Washington, D.C.: World Bank, (World Bank Technical Paper n° 90), 1988.

CHU, K. & HEMMING, R. *Public expenditure handbook: a guide to public policy issues in developing countries*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1992.

FERREIRA, CARLOS K. L. ET ALII. *Avaliação dos programas de privatização e concessão no Brasil e em São Paulo*. In Estudos Econômicos da Construção, São Paulo, v. 2, n° 4, pp. 63-126, 1997.

GALAL, A.; JONES, L.; TANDON P. & VOGELSANG, I. *Welfare consequences of selling public enterprises: an empirical analysis*. Washington, D.C.: Oxford University Press, 1994.

GANDARA & KAUFMANN CONSULTORES ASSOCIADOS. *Privatização do setor siderúrgico brasileiro: avaliação de resultados e perspectivas*. Rio de Janeiro: BNDES, outubro, 1994.

GIAMBIAGI, F. *Necessidades de financiamento do setor público: bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil – 1991/96*. Rio de Janeiro: BNDES, (Texto para Discussão n° 53), março, 1997.

GIAMBIAGI, F. & ALÉM, A. *Finanças públicas teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

- GUISLAIN, P. *Les privatisations: un défi stratégique, juridique et institutionnel*. Bruxelles: De Boeck Université, 1995.
- HACHETTE, D. *The fiscal impact of privatization in Chile*. 1993, mimeo.
- HACHETTE, D. & LÜDERS, R. *Las privatizaciones en Chile*. Santiago de Chile: Centro Internacional para el Desarrollo Económico, 1992.
- IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Draft manual on fiscal transparency*. Washington, D.C.: International Monetary Fund Fiscal Affairs Department, 1998.
- KAY, J. & THOMPSON, D. *Privatization: a policy in search of a rational*. *Economic Journal*, v. 96, pp. 18-38, 1986.
- KIKERI, S.; NELLIS, J. & SHIRLEY, M. *Privatization: the lessons of experience*. Washington, D.C.: World Bank, 1992.
- LANDI, M. *Política econômica e privatização: a experiência brasileira do período 1985/1997*. São Paulo: Departamento de Economia da PUC/SP, Dissertação de Mestrado, 1998.
- LARRAIN, G. & WINOGRAD, C. D. *Privatization massive, finances publiques et macroéconomie: le cas de l'Árgentine e du Chilli*. *Revue économique*, v. 46, n. 6, 1996.
- LIMA, EDILBERTO C. P. *Empresas estatais, retorno de investimento e ajuste fiscal: a privatização é um bom negócio para o governo? In BRASIL, Secretaria do Tesouro Nacional/MF, 2º Prêmio STN de Monografia*. Brasília, DF: ESAF, 1998.
- MACKENZIE, G. A. *The macroeconomic impact of privatization*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, (IMF Paper on Policy Analysis and Assessment), 1997.



- MANSOOR, A. M. *The budgetary impact of privatization*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, (IMF Working Paper n° 68), 1987.
- MARCEL, M. *Privatizacion y finanzas publicas: el caso de Chile, 1985-88*. In Coleccion Estudios Cieplan, Santiago de Chile, n° 26, pp. 5-60, junio, 1989.
- MELLO, M. F. *Privatização e ajuste fiscal no Brasil*. In Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro, v. 24, n° 3, pp. 445-518, dez, 1994.
- NANKANI, H. *Techniques of privatization of state-owned enterprises: selected country case studies*. Washington, D.C.: World Bank, (World Bank Technical Paper n° 89), 1988.
- OHANA, E. F. *Défict público*. Brasília, DF: Fundação Getúlio Vargas – Notas de Aula do Curso de jornalistas, março, 2000, mimeo.
- OSBORNE, D. G., TED. *Reinventando o governo: como o espírito empreendedor está transformando o setor público*. Brasília, DF: MH Comunicação, 7ª edição, 1995.
- PASSANEZI FILHO, R. *Saneamento financeiro e privatização da siderurgia brasileira*. Campinas: Instituto de Economia da UNICAMP, Dissertação de Mestrado, 1992.
- \_\_\_\_\_. *Impactos fiscais da privatização: aspectos conceituais e análise do caso brasileiro*. In Meyer, A. *Finanças Públicas: Ensaio Seleccionados*. Brasília, DF: IPEA/Fundap, pp. 115-207, 1997.
- \_\_\_\_\_. *Privatização e reforma institucional da infra-estrutura no Brasil – em busca de ganhos fiscais e de eficiência econômica*. São Paulo: Departamento de Economia da USP/SP, Tese de Doutorado, 1998.
- PEGO FILHO B., LIMA E. C. P. & PEREIRA, F. *Privatização, ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil*. Brasília, DF: IPEA, (Texto para Discussão n° 668), setembro, 1999.

PINHEIRO, A. C. *No que deu, afinal, a privatização?* Rio de Janeiro: BNDES, (Texto para Discussão nº 40), maio, 1996.

PINHEIRO, A. C. & GIAMBIAGI, F. *Brazilian privatization in the 1990s*. Rio de Janeiro: IPEA, (Texto para Discussão nº 323), 1993.

\_\_\_\_\_. *Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, (Texto para Discussão nº 34), janeiro, 1996.

PINHEIRO, A. C. & LANDAU, E. *Privatização e dívida pública*. Rio de Janeiro: BNDES, (Texto para Discussão nº 29), maio, 1995.

PINHEIRO, A. C. & SCHNEIDER, B. R. *The fiscal impact of privatization in Latin America*. Rio de Janeiro: IPEA, (Texto para Discussão nº 354), outubro, 1994.

PINHEIRO, MAURÍCIO M. S. *Dívida mobiliária federal e impactos fiscais*. Brasília, DF: IPEA, (Texto para Discussão nº 700), janeiro, 2000.

PRADO, SÉRGIO R. R. *Intervenção estatal, privatização e fiscalidade: um estudo sobre a constituição e crise do setor produtivo estatal no Brasil e os processos de privatização a nível mundial*. Campinas: Instituto de Economia da UNICAMP, Tese de Doutorado, 1994.

RAMALHO, V. *Reverendo a variedade de conceitos de déficit público*. In Meyer, A. *Finanças Públicas: Ensaio Seleccionados*. Brasília, DF: IPEA/Fundap, pp. 39-149, 1997.

SILVA, VIVIANE A. *O impacto da privatização sobre a dívida pública*. In BRASIL, Secretaria do Tesouro Nacional/MF, 2º Prêmio STN de Monografia. Brasília, DF: ESAF, 1998.

STN - SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *Relatório anual de atividades*. Brasília, DF: STN/MF, vários números (1997-1999).

\_\_\_\_\_. *Relatório do Programa Nacional de Desestatização*. Brasília, DF: STN/MF, vários números.

VELLOSO, R. *Déficit federal: evolução recente e perspectivas*. 1997, mimeo.

VELLOSO, R. *Déficit nominal, privatização e ajuste patrimonial*. 1999, mimeo.

VICKERS, J. & YARROW, G. *Privatization: an economic analysis*. Cambridge, MA: The MIT Press, 1988.

\_\_\_\_\_. *Economic perspectives on privatization*. *Journal of Economic Perspectives*, v. 5, n. 2, pp. 111-132, spring, 1991.

WERNECK, ROGÉRIO L. F. *Empresas estatais e política macroeconômica*. Rio de Janeiro: Campus, 1987.

\_\_\_\_\_. *Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil*. In *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro, v. 19, nº 2 pp. 277-308, ago, 1989.

WORLD BANK. *Infrastructure for development*. Washington, D.C.: World Bank, (World Development Report 1994), 1994.

WRIGHT, V. *Privatization in Western Europe: pressures and paradoxes, social change*. In *Social change in Western Europe*. St. Martin's Press Inc., 1994.

YARROW, G. *Privatization in theory and practice*. *Economic Policy*, v. 2, pp. 324-364, 1986.