

**TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 847**

**PRIVATIZAÇÃO, DÍVIDA E DÉFICIT  
PÚBLICOS NO BRASIL\***

Marco Antonio de Sousa Carvalho\*\*

Rio de Janeiro, novembro de 2001

---

\* O autor agradece os comentários de Armando Castelar Pinheiro, Fábio Giambiagi, Renato Fragelli Cardoso, José Carlos Jacob de Carvalho, Maurício Mota Saboya Pinheiro e demais colegas da Diretoria de Estudos Macroeconômicos do IPEA, eximindo-os, porém, de quaisquer erros e omissões remanescentes.

\*\* Da Diretoria de Estudos Macroeconômicos do IPEA.

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

---

## MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO

Martus Tavares - Ministro

Guilherme Dias - Secretário Executivo



### Presidente

*Roberto Borges Martins*

### Chefe de Gabinete

*Luis Fernando de Lara Resende*

### DIRETORIA

*Eustáquio José Reis*

*Gustavo Maia Gomes*

*Hubmaier Cantuária Santiago*

*Luís Fernando Tironi*

*Murilo Lôbo*

*Ricardo Paes de Barros*

*Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, o IPEA fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais e disponibiliza, para a sociedade, elementos necessários ao conhecimento e à solução dos problemas econômicos e sociais do país. Inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro são formulados a partir de estudos e pesquisas realizados pelas equipes de especialistas do IPEA.*

**Texto para Discussão** tem o objetivo de divulgar resultados de estudos desenvolvidos direta ou indiretamente pelo IPEA, bem como trabalhos considerados de relevância para disseminação pelo Instituto, para informar profissionais especializados e colher sugestões.

Tiragem: 130 exemplares

---

### DIVISÃO EDITORIAL

**Supervisão Editorial:** Helena Rodarte Costa Valente

**Revisão:** Alessandra Senna Volkert (estagiária), André Pinheiro, Elisabete de Carvalho Soares, Lucia Duarte Moreira, Luiz Carlos Palhares e Miriam Nunes da Fonseca

**Editoração:** Carlos Henrique Santos Vianna, Rafael Luzente de Lima, Roberto das Chagas Campos e Ruy Azeredo de Menezes (estagiário)

**Divulgação:** Libanete de Souza Rodrigues e Raul José Cordeiro Lemos

**Reprodução Gráfica:** Edson Soares

Coordenação Editorial

Brasília

SBS - Quadra 01 - Bloco "J" - Ed. BNDE, 10<sup>o</sup> andar - CEP: 70076-900 - Brasília - DF

Fone: 55 (61) 315 5090 (produção) 55 (61) 315-5336 (vendas)

Fax: 55 (61) 315 5314

E-mail: [editbsb@ipea.gov.br](mailto:editbsb@ipea.gov.br)

Serviço Editorial

Rio de Janeiro

Av. Presidente Antônio Carlos, 51, 14<sup>o</sup> andar - CEP 20020-010 - Rio de Janeiro - RJ

Fone: 55 (21) 3804 8000, 55 (21) 3804 8117 e 55 (21) 3804 8118

Fax: 55 (21) 2220 5533

E-mail: [editrj@ipea.gov.br](mailto:editrj@ipea.gov.br)

Home page: <http://www.ipea.gov.br>

ISSN 1415-4765

---

---

# SUMÁRIO

---

RESUMO

ABSTRACT

1 - INTRODUÇÃO .....	1
2 - BREVE RETROSPECTO DA PRIVATIZAÇÃO BRASILEIRA .....	2
3 - RESTRIÇÃO ORÇAMENTÁRIA DO GOVERNO E PRIVATIZAÇÃO ...	6
4 - PRIVATIZAÇÃO, DÍVIDA PÚBLICA E SEUS REFLEXOS SOBRE O DÉFICIT NO BRASIL .....	9
4.1 - Privatização, Déficit Público e Ajuste Patrimonial .....	9
4.2 - Impactos da Privatização sobre o Déficit (NFSP “Acima da Linha”).....	13
4.3 - Algumas Evidências Empíricas .....	22
4.4 - Modelo para Determinação da DLSP e NFSP.....	29
5 - PRIVATIZAÇÃO E DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL .....	31
5.1 - Antecedentes.....	31
5.2 - Ajustes Prévios à Privatização.....	32
5.3 - A Questão das Moedas de Privatização.....	37
5.4 - Alguns Procedimentos Operacionais Pós-Privatização .....	39
5.5 - A Destinação dos Recursos da Privatização.....	42
5.6 - Administração da Dívida Mobiliária Federal Interna de Emissão do Tesouro Nacional (DPMFi-TN) — 1995-1999.....	43
5.7 - Impactos da Privatização sobre a DPMFi-TN — 1995-1999.....	48
5.8 - Impactos da Privatização sobre a DLSP e as NFSP — 1995-1999 .....	62
CONCLUSÕES .....	70
ANEXOS .....	75
BIBLIOGRAFIA .....	124

---

---

## RESUMO

---

A utilização de receitas de privatização para abater dívida pública busca conter uma acumulação excessiva desta última, evitando que os desequilíbrios fiscais pressionem a dívida demasiadamente, enquanto o governo implementa as medidas necessárias para um ajuste fiscal duradouro. Esse *timing* é importante, pois as medidas de ajuste podem levar um certo tempo para surtirem os efeitos desejados, donde se infere a importância de um dos aspectos da privatização, ao atuar como instrumento auxiliar da política fiscal.

Este trabalho analisa os efeitos do programa de desestatização brasileiro sobre a dívida e o déficit públicos, enfocando o 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, este estudo apresenta um conjunto de dados, relativos às empresas estatais, ao programa de desestatização e à dívida pública, considerados de interesse geral.

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 redução da dívida líquida do setor público alcançou 8,4% do PIB, no período 1995-1999, tendo as privatizações estaduais contribuído com 3,6% do PIB. As necessidades de financiamento do setor público foram reduzidas em 5,4% do PIB. Entre 1995 e 1999, o Tesouro Nacional deixou de emitir em títulos competitivos de sua dívida mobiliária R\$ 30,8 bilhões e economizou em juros desta dívida R\$ 8,8 bilhões, a preços de dezembro de 1999, como consequência do programa de privatização. A utilização de receitas de privatização para abater diversas dívidas governamentais e as dívidas transferidas para o setor privado efetivamente 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

---

The use of privatization revenues to reduce the public debt aims to refrain an excessive accumulation of the latter, preventing that fiscal unbalances might push the debt too much, while the government implements the necessary measures to a long-lasting fiscal adjustment. The timing is important, because the adjustment measures can take some time to have the desired results. That is a reason why privatization is so important, working as an auxiliary instrument to the fiscal policy.

This work analyzes the effects of the Brazilian privatization program on the public debt and deficit, focusing the period between 1995 and 1999. The main objective here is to evaluate whether the revenues obtained from the sale of public assets and public service 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 requirements. As a possible additional contribution, this work presents a group of data, related to the state owned enterprises, to the privatization program, and to the public debt, considered of general interest.

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 reduction of the net public debt reached 8.4% of GDP, between 1995 and 1999, the state privatizations having contributed with 3.6% of GDP. The public sector borrowing requirements were reduced by 5.4% of GDP. In the same period, the Federal Treasury did not issue R\$ 30.8 billion in short-term bond debts, as a result of the privatization program, and the savings with interest obtained from the use of privatization revenues in the recovery of this debt reached R\$ 8.8 billion, in the prices of December 1999. The use of privatization revenues to reduce governmental debts, and the debts transferred to the private sector have effectively 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 to the restructuring of the liabilities of the public sector.

---

## 1 - INTRODUÇÃO

A utilização de receitas de privatização para abater dívida pública busca conter uma acumulação excessiva desta última, evitando que os desequilíbrios fiscais pressionem a dívida demasiadamente, enquanto o governo implementa as medidas necessárias para o ajuste fiscal. Tal estratégia tem efeitos positivos do ponto de vista fiscal, pois as medidas de ajuste podem levar um certo tempo para serem implementadas e surtirem os efeitos desejados. Além disso, o processo de privatização, em si, e a referida utilização de suas receitas constituem importantes instrumentos auxiliares da política fiscal, podendo possibilitar um certo equilíbrio das contas públicas até que as medidas estruturais tenham eficácia. Como as privatizações geram receitas transitórias, torna-se indispensável, contudo, que as medidas de ajuste sejam implementadas e que o seu *timing* seja coordenado com o da privatização. Dessa forma, o país teria uma oportunidade, enquanto durassem as privatizações, para atenuar a expansão da dívida, reduzir o déficit público 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.

Atualmente, as contas públicas apresentam uma tendência favorável a um equilíbrio fiscal, fruto de uma série de medidas que o governo tem implementado para a consolidação de um ajuste 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 sua vez, 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.

Este trabalho tem como objetivo 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 e

o déficit público, enfocando o período 1995-1999. Procurar-se-á 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 pesquisa 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 o presente estudo 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, a pesquisa se concentra nos efeitos fiscais do programa de privatização brasileiro<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.

Este trabalho se estrutura, em termos gerais, como se segue. A Seção 2 apresenta um breve retrospecto da privatização brasileira, a fim de contextualizar as análises. A Seção 3 examina aspectos conceituais envolvendo restrição orçamentária do governo e privatização. A Seção 4 analisa certos reflexos da privatização sobre o déficit público no Brasil, apresentando alguns resultados empíricos relativos ao comportamento das empresas estatais em anos recentes, concluindo com a exposição de um modelo para o cálculo dos impactos da privatização sobre a dívida e o déficit públicos. Por sua vez, a Seção 5 avalia os impactos e contribuições da privatização para a redução e melhoria do perfil da dívida pública no país, abordando questões como: ajustes prévios à privatização; uso das moedas de privatização; procedimentos operacionais pós-privatização; destinação dos recursos da privatização; administração da dívida mobiliária interna de emissão do Tesouro Nacional; e impactos da privatização sobre esta dívida, com a economia de juros resultante. Com relação à redução da dívida e, adicionalmente, das necessidades de financiamento do setor público, as análises concentram-se no período 1995-1999. Finalmente, na Seção 6 busca-se integrar algumas das principais conclusões do trabalho.

## **2 - BREVE RETROSPECTO DA PRIVATIZAÇÃO BRASILEIRA**

No Brasil, as privatizações iniciaram-se lenta, gradualmente e de forma incipiente, tomando impulso apenas com o lançamento do PND em 1990. A partir de então, o programa de desestatização passou a constituir-se num importante instrumento de política econômica, incluído em um amplo conjunto de reformas estruturais voltadas para a reformulação do papel do Estado brasileiro. Este último passaria a ter uma função mais reguladora e menos produtora.

---

<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.



Na década de 80, os governos brasileiros alienaram empresas de pequeno e médio portes 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.

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 38 empresas de pequeno e médio portes, 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 PND em 1990. Tal programa, 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.

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 se estendeu até o final de 1994 e abrangeu os Governos Fernando 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 1.068, que incluiu no PND as participações minoritárias da União em diversas empresas.

O Governo Fernando Henrique Cardoso 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 infraestrutura e serviços públicos, destacando-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 (por exemplo, substituição de monopólios públicos por privados). Ocorreu, ainda, a privatização da Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), uma das maiores mineradoras do mundo, 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 alienadas: 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 Companhia Hidroelétrica do São Francisco (Chesf). 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, porque os investidores privados não comprariam empresas geradoras, havendo a possibilidade de as 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 à custa 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 (por exemplo, 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 Rede Ferroviária Federal SA (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 desta empresa representou um ponto de inflexão nas privatizações brasileiras, não só pelo volume de recursos arrecadados, como também por 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 pela *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 impactos fiscais diferenciados. Na primeira fase, que ficou marcada pelo seu aspecto microeconômico, os impactos fiscais foram muito reduzidos. Na segunda, os impactos fiscais, embora positivos, ainda não foram muito significativos. Os principais fatores que explicam esse fato são: *a*) os setores privatizados (siderúrgico, petroquímico e fertilizantes) eram pouco dinâmicos e não apresentavam muito interesse para o setor privado; *b*) a instabilidade macroeconômica e política do país, que se refletia no preço de venda dos ativos; e *c*) 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 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 e do déficit públicos (ver Subseções 5.7 e 5.8).

### 3 - 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 do 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 da redução de impostos (incluídos em  $R_{nf}$ ), no presente, corresponde a uma redução de gastos (ou aumento de impostos) em períodos subseqüentes. Isso acontece porque a privatização tem desdobramentos no curto e longo prazos, afetando os fluxos futuros de receita e despesa, o que se reflete na restrição orçamentária intertemporal do governo. Portanto, os efeitos da privatização sobre a restrição orçamentária do governo devem ser avaliados intertemporalmente. 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>2</sup> Assim, podem ocorrer impactos positivos sobre a restrição orçamentária intertemporal do governo, mesmo nesse caso. Por sua vez, o impacto fiscal permanente, gerado pela privatização, será determinado por mudanças nessa restrição orçamentária intertemporal.

Dessa forma, os recursos arrecadados com a alienação de ativos públicos 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 constituem 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. Mackenzie (1997) e Mansoor (1987) e apontam a analogia entre a privatização e a colocação de dívida pública. Em relação a este aspecto, destaca Mackenzie (1997, p. 3):

---

<sup>2</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.

“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, p. 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.”

Se recursos da privatização forem usados para financiar investimentos, então uma 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 discutido neste trabalho: o abatimento de dívida pública.

Por sua vez, 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. Nesse aspecto, medidas de estímulo à competição e regulação dos mercados são necessárias para, junto com as privatizações, gerarem os referidos ganhos de eficiência. Com políticas adequadas, esses ganhos de eficiência podem se somar, no longo prazo, aos ganhos fiscais permanentes.

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 conseqüência. 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. 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.

## **4 - PRIVATIZAÇÃO, DÍVIDA PÚBLICA E SEUS REFLEXOS SOBRE O DÉFICIT NO BRASIL**

### **4.1 - Privatização, Déficit Público e Ajuste Patrimonial**

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>3</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 administração direta e indireta, inclusive empresas estatais das três esferas de governo. As informações para o cálculo das NFSP, por este método, são extraídas, em sua quase 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

---

<sup>3</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. Carvalho (1997) aborda certas especificidades relativas ao cálculo do déficit público no Brasil.

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>4</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:

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

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:

$$DN_t = \Delta B_t + \Delta D^i_t + \Delta D^e_t - \Delta AF_t = \Delta DL_t = DL_T - DL_{T-1} \quad (3)$$

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.

---

<sup>4</sup> O termo “líquido” é utilizado para indicar que representa uma diferença entre passivos e ativos.



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 realizada 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, *caeteris 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 3, podendo acarretar expansão dessa conta e contração da base. Entretanto, em termos de variação da base monetária, pode haver uma compensação desses efeitos 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, tais efeitos podem ser esterilizados.

De fato, 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>5</sup> Observe-se que, se o Banco Central e o Tesouro Nacional não atuassem em

---

<sup>5</sup> Note-se que, quando ocorreu a 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 3.

conjunto, poderia haver uma 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 ocorreram ajustes significativos nas contas públicas na década de 90, em função do reconhecimento de dívidas passadas (os chamados “esqueletos”), entre outros ajustes patrimoniais, e do processo de privatização, houve a necessidade de expurgarem-se tais 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 as privatizações 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 (DFL), apresentado a seguir.

Existem dois tipos básicos de ajuste patrimonial que atuam no sentido de aumentar 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.

A existência de dívidas não incluídas nas apurações oficiais do Banco Central e a presença de privatizações poderiam levar a superestimativas ou subestimativas do valor do déficit nominal, já que gerariam divergências entre fluxos e variações de estoques. Por essa razão, no primeiro caso, procede-se à contabilização do ajuste patrimonial, à parte da dívida líquida. Analogamente, quando uma empresa estatal é privatizada, procede-se ao ajuste privatização, pelo mesmo motivo.<sup>6</sup> Conseqüentemente, esses ajustes atuam no sentido de evitarem-se informações equivocadas nas apurações do déficit público.

Desse modo, diante das privatizações e de outros ajustes patrimoniais, foi criado, pelo Banco Central, o conceito de 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:

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

---

<sup>6</sup> Além disso, os ativos imobilizados das empresas estatais não entram na contabilidade da dívida líquida, que é medida em termos financeiros. Entretanto, o mesmo não ocorre com os ativos financeiros dessas empresas.

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 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.

#### 4.2 - Impactos da Privatização sobre o Déficit (NFSP “Acima da Linha”)

O ponto básico desta subseção 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.<sup>7</sup> 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>8</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 financiar 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

<sup>7</sup> A sigla NFSP será utilizada, nesta subseção, para indicar as necessidades de financiamento do setor público sob a ótica “acima da linha”.

<sup>8</sup> Nas NFSP apuradas sob a ótica “abaixo da linha”, 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.

primário, ou seja, como receita tributária<sup>9</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:

$$\Delta N_t = (J_t - J_t^*) + (NFEE_t - NFEE_t^*) - (D_t - D_t^*) \quad (6)$$

onde:

$\Delta N$  = redução das NFSP obtida com a privatização;<sup>10</sup>

$J$  = despesa com o serviço da dívida pública,<sup>11</sup> excluindo-se os encargos financeiros líquidos das empresas estatais (juros da dívida pública, exceto das estatais);<sup>12</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.

---

<sup>9</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.

<sup>10</sup> No referencial adotado,  $\Delta N$  positivo indica um ganho para o governo.

<sup>11</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 subseção.

<sup>12</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.

Como mostra a equação (6), 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:

$$\Delta N_{VP} = \sum (J_t - J_t^*) / (1 + \delta)^t + \sum (NFEE_t - NFEE_t^*) / (1 + \delta)^t - \sum (D_t - D_t^*) / (1 + \delta)^t \quad (7)$$

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.

Supondo-se que uma empresa tenha uma NFEE nula, ou muito reduzida, 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. Nesse 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, da forma como são estruturadas as estatais no país 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 Subseção 5.7).

Portanto, de acordo com o modelo simplificado, as privatizações podem reduzir as NFSP intertemporalmente. Note-se, também, que no caso da alienação de uma empresa muito eficiente, o segundo termo da equação (7) poderia inclusive piorar o resultado das NFSP com a privatização.

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

$$NFEE_t = JE_t + PRIMÁRIO_t \quad (8)$$

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

$$\begin{aligned} (NFEE_t - NFEE_t^*) &= (JE_t - JE_t^*) - (P_t - P_t^*) + (I_t - I_t^*) + (A_t - A_t^*) + \\ &+ (S_t - S_t^*) - (T_t - T_t^*) \end{aligned} \quad (9)$$

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 (6) pode ser expressa por:

$$\begin{aligned} \Delta N_t &= (J_t - J_t^*) + (JE_t - JE_t^*) - (P_t - P_t^*) + (I_t - I_t^*) + (A_t - A_t^*) + (S_t - S_t^*) \\ &- (T_t - T_t^*) - (D_t - D_t^*) \end{aligned} \quad (10)$$

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>13</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;

---

<sup>13</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.

$(S_t - S_t^*)$ : 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 citados tem impactos imediatos sobre as NFSP. Entretanto, a equação (10) 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, p. 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:

$$\begin{aligned} \Delta N_t = & RC_t + (J_t - J_t^*) + (JE_t - JE_t^*) - (P_t - P_t^*) + (I_t - I_t^*) + (A_t - A_t^*) + (S_t - S_t^*) + \\ & + [-\tau_1 r W_t + \tau_1 (r^* + \Delta r) W_t^*] + [-\tau_2 VB_t + \tau_2 (VB_t^* + \Delta VB)] + \tau_1^p r^p W_t^p + \tau_2^p VB_t^p - \\ & - \theta r W_t + \theta^* (r^* + \Delta r) W_t^* - \Delta C_t \end{aligned} \quad (11)$$

$$\Delta N_{VP} = \Sigma \Delta N_t / (1+\delta)^t \quad (12)$$

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>14</sup>

No momento da privatização, o governo recebe a receita de concessão, ou a receita de venda da estatal.<sup>15</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:

---

<sup>14</sup> Segundo Pinheiro e Giambiagi (1996, p. 24), este termo pode ser interpretado como o valor presente do ajuste fiscal obtido com a privatização.

<sup>15</sup> Observe-se que tais pagamentos podem ser parcelados.



$1 + \Pi$  = 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

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

O primeiro termo do lado direito da equação (11) representa as receitas de concessão. Como antes mencionado, apesar de as 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, além de reduzir o seu estoque, atua no sentido de diminuir a carga de juros incidente sobre a dívida. Potencialmente, as privatizações podem contribuir para a redução das taxas de juros que incidem 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: *a*) as reduções dos juros nominais líquidos e do resultado primário das estatais; *b*) a economia com investimentos decorrente da alienação da empresa; *c*) as reduções dos aportes de capital e transferências correntes feitos pela União; e *d*) a diferença de arrecadação tributária derivada da privatização da empresa. Destaca-se, ainda, que as dívidas transferidas para o setor privado carregam parte de  $JE$ .

Os termos  $\tau_1^p r^p W_t^p$  e  $\tau_2^p VB_t^p$  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 termo  $\theta r W_t$  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 parâmetros  $r^p$  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>16</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;
- 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.

---

<sup>16</sup> No caso de algumas empresas, este fato já ocorre no curto prazo (por exemplo, CVRD).

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 financiar 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:

$$V = rW_t(1 + \delta)/\delta \quad (13)$$

$$V^p = r^p(1 - \tau^p)W_t(1 + \delta^p)/\delta^p \quad (14)$$

$$1 + \Pi = V^p/V = [r^p(1 - \tau^p)(1 + \delta^p)/r(1 + \delta)][\delta/\delta^p] \quad (15)$$

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 (13) e (14) 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 6 e 7). 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 parâmetros  $\delta$  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 mostram que um superávit no presente é mais valioso 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, p. 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 sobre a restrição orçamentária intertemporal do governo.

### 4.3 - 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 subseção 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, p. 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>17</sup>

---

<sup>17</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 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.

Tabela 1

**Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) — 1994-1999**

(Em % do PIB)

Esfera de Governo	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Governo Federal e Bacen</b>						
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
<b>Governos Estaduais e Municipais</b>						
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
<b>Empresas Estatais (NFEE)</b>						
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 se encontravam 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>18</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 teve participação nesse processo de melhoria das necessidades de financiamento das estatais. Embora a Petrobras tivesse influenciado esse indicador fiscal, a 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>19</sup>

<sup>18</sup> Conforme apontam Pinheiro e Giambiagi (1996, p. 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.

<sup>19</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).

A privatização libera o setor público da responsabilidade de novos investimentos que, antes de gerarem qualquer resultado, impactariam as NFSP 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>20</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>21</sup> proporcionando maiores arrecadações de tributos (diretos e indiretos) e contribuindo, portanto, para a melhoria dos resultados primários das outras esferas de governo.

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, p. 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.

---

<sup>20</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>21</sup> A CVRD, por exemplo, dois anos após a privatização, tinha praticamente dobrado o seu lucro líquido.

Tabela 2

**Investimentos das Empresas Estatais Federais — 1992-1998**

(Em R\$ Milhões de 1999)

Grupos/Sistemas	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Grupo CVRD	711	549	425	486	585	39	
Grupo Eletrobrás	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 Telebrás	6.785	6.113	5.541	5.218	8.515	8.639	5.555
Principais Grupos	16.032	13.672	11.665	11.354	15.327	15.759	13.550
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
Demais Empresas e Sistemas	3.153	2.488	1.466	1.051	698	1.628	2.160
Total	19.185	16.161	13.131	12.405	16.025	17.387	15.709

Fonte: Dest/MPO. Elaboração do autor. Inflator: IGP-DI médio ano.

Quando se analisa o período 1990-1993, nota-se que tanto os principais grupos quanto as demais empresas apresentaram desempenhos abaixo dos registrados no período citado. Tal fato se deve, entre outros fatores, a problemas na condução da política econômica. A Telebrás e a Eletrobrás foram as empresas com maior e menor lucratividades, 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>22</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  $(r^* + \Delta r)^{23}$  da subseção 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.

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 auferes as receitas de venda, mas perde dividendos futuros. Os Anexos 4 e 5 mostram que, no caso brasileiro, a perda de dividendos tem sido

<sup>22</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>23</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.

pouco expressiva.<sup>24</sup> No Brasil, a perda de valorização patrimonial futura é, provavelmente, mais relevante, quando essa questão envolve empresas lucrativas.

Observa-se, nos anexos já mencionados, que as duas empresas responsáveis pelos picos de arrecadação de dividendos, nos dois últimos anos considerados, foram o BNDES e a Eletrobrás.<sup>25</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.

Tabela 3

**Setor Produtivo Estatal (SPE): Lucro Líquido / Patrimônio Líquido — 1990-1998**

(Em %)

Empresas	Ano									Média 1990-1993	Média 1994-1998
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998		
Principais Grupos CVRD (Privatizada em Maio/97)	5,1	0,4	1,8	3,3	4,2	2,3	5,7	8,1	4,2	2,7	4,9
Eletrobrás (PND)	4,3	4,0	4,5	4,0	6,7	3,1	5,1			4,2	5,0
Petrobras	1,5	0,4	1,6	1,1	2,8	1,1	4,0	5,5	3,3	1,2	3,3
Telebrás (Privatizada em Agosto/98)	8,8	-2,0	0,5	5,1	9,1	2,9	3,3	7,2	6,6	3,1	5,8
Demais Empresas do SPE	9,9	1,3	2,4	8,1	3,1	4,7	11,0	13,8		5,4	8,2
	-	-5,7	-23,1	-97,6	4,3	-8,2	-43,4	-3,0	1,4	-69,3	-9,8
	150,7										
SPE	-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.

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 no período.

A Tabela 4<sup>26</sup> mostra uma ligeira melhora na arrecadação de dividendos dos grandes grupos pelo Tesouro Nacional, no período 1994-1998, comparando-se com o início da década. Os principais motivos foram: o aumento de rentabilidade das empresas e a alteração na política de distribuição de dividendos implementada pelo Tesouro, a partir de 1996, que provocou mudanças nos estatutos sociais das estatais federais. Entretanto, mesmo no caso dos principais grupos do SPE, os

<sup>24</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 a 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>25</sup> O BNDES tem apresentado maior estabilidade na transferência de dividendos para o Tesouro Nacional do que a Eletrobrás.

<sup>26</sup> Para a elaboração da Tabela 4, utilizou-se o Anexo 4, no qual os valores são registrados pelo critério de competência.



retornos da União em seus investimentos estatais, na forma de dividendos, foram muito reduzidos ao longo de todo o período.

Verifica-se, também, 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, p. 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”.

Tabela 4

**Principais Grupos do Setor Produtivo Estatal (SPE): Dividendos da União / Patrimônio Líquido da União — 1990-1998**

(Em %)

Grupos	Ano									Média 1990-93	Média 1994-98
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998		
CVRD (Privatizada em Maio/97)	1,2	1,1	0,6	0,7	1,1	1,3	2,5			0,7	1,6
Eletrobrás (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
Telebrás (Privatizado em Agosto/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.

Tabela 5

**Dispêndios e Recursos das Empresas Estatais Federais: Consolidado das Empresas — 1990-1999**

(Em % do PIB)

Especificação	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Dispêndios/Aplicações										
Dispêndios de Capital	2,47	3,87	3,38	2,84	2,46	2,15	2,57	2,45	2,78	1,73
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 Dispêndios de Capital	0,28	0,89	0,59	0,42	0,39	0,39	0,51	0,47	0,72	0,63
Dispêndios Correntes	11,23	12,65	14,37	12,91	8,50	6,50	6,74	5,99	5,48	5,58
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 Impostos										
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 Dispêndios 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
Total Dispêndios/ Aplicações	13,70	16,52	17,75	15,75	10,96	8,65	9,32	8,44	8,26	7,32

(continua)

(continuação)

Especificação	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Recursos										
Receitas	12,77	15,73	17,17	15,60	10,89	8,04	8,62	8,09	7,12	7,00
Subsídios do Tesouro	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
Recursos para Aumento										
do PL	0,24	0,88	0,48	0,77	0,47	0,17	0,27	0,25	0,10	0,02
Tesouro	0,06	0,43	0,12	0,11	0,02	0,01	0,01	0,04	0,02	0,01
FND	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Participação no										
Capital — Empresas										
Estatais	0,01	0,04	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00
Participação no										
Capital — Mercado										
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
Retorno de Aplicações										
Financeiras a LP	0,11	0,11	0,04	0,02	0,01	0,08	0,11	0,18	0,47	0,34
Operações de Crédito	0,37	1,01	0,43	0,57	0,26	0,34	0,44	0,31	0,39	0,26
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
Outros Recursos	0,20	0,50	0,28	0,53	0,14	0,15	0,14	0,15	0,30	0,14
Total dos Recursos	13,68	18,22	18,40	17,49	11,77	8,77	9,58	8,98	8,39	7,76
Valores de Terceiros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Variação Operações de										
Crédito 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										
Capital de 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)
Total dos Recursos										
Líquidos	13,71	16,56	17,85	15,76	10,96	8,65	9,32	8,44	8,26	7,32

Fonte: Dest/MPO. Elaboração do autor.

A Tabela 5 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 revelam 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>27</sup> mesmo aqueles dos principais grupos do SPE. Além disso, o governo

<sup>27</sup> Os dividendos recebidos pelo Tesouro são contabilizados como receita no resultado primário do governo central.

paga uma taxa de juros sobre a dívida pública bem superior à taxa de retorno de seus investimentos nas empresas estatais, o que mostra um grande desequilíbrio entre remunerações de ativos e passivos do setor público. Portanto, sob as óticas financeira e fiscal, a manutenção de muitas das empresas estatais, particularmente daquelas cronicamente deficitárias, não contribuiria para o esforço de equacionamento das contas públicas do país.<sup>28</sup>

#### 4.4 - Modelo para Determinação da DLSP e NFSP

As expressões a seguir procuram explicitar os fatores que afetam a DLSP, bem como as NFSP sob a ótica “abaixo da linha”, contemplando, implícita ou explicitamente, a presença de privatização. São equações elaboradas sobre identidades contábeis simplificadas, e baseiam-se no modelo de Pinheiro (2000). Além de concluírem a abordagem geral desta seção, foram introduzidas, no trabalho, para a efetuação dos cálculos dos impactos da privatização sobre a dívida e as necessidades de financiamento do setor público, constantes da Subseção 5.8.

$$DM_{T+1} = TIT_T (1 + r_1) - RESG_{T+1} \quad (16)$$

(termo de atualização da dívida mobiliária, líquido de resgates)

$$DLSP_T = DM_T + ODI_T + B_T + DEB_T - RES_T \quad (17)$$

(dívida líquida do setor público)

$$APL_t = AP_t - APRIV_t \quad (18)$$

(ajuste patrimonial líquido)

$$DFL_T = DLSP_T - APL_t \quad (19)$$

(dívida fiscal líquida)

$$\Delta DFL_t = NFSP_t = r_1 \cdot DM_T + r_2 \cdot ODI_T + r_1' \cdot E \cdot DEB_T - r_2' \cdot E \cdot RES_T - SPRIM_t \quad (20)$$

(necessidades nominais de financiamento do setor público)

$$JN_t = r_1 \cdot DM_T + r_2 \cdot ODI_T + r_1' \cdot E \cdot DEB_T - r_2' \cdot E \cdot RES_T \quad (21)$$

(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;

<sup>28</sup> Enfocam-se aqui aspectos puramente financeiros e fiscais, 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, diante das 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.

*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* + *Spread*);

$r_2'$  = 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 (16), (17) e (19) procuram expressar as posições dos estoques das dívidas do setor público (equações de estoque); e as equações (18), (20) e (21) procuram determinar os fluxos (ajuste patrimonial líquido, necessidades de financiamento e carga de juros).

A equação (16) 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 (17), (18) e (19) 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 (18) (ajuste patrimonial líquido).

Finalmente, as equações de fluxos (20) e (21) 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.

## **5 - PRIVATIZAÇÃO E DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL**

### **5.1 - Antecedentes**

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 à 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 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 financeira internacional que se alastrou pelo mundo do final da década de 70 até 1984, cada aumento das taxas de juros interna e externa foi ampliando, ainda mais, o grau de endividamento do país. No Brasil, e em outros

países da América Latina, os desequilíbrios fiscais estiveram intimamente relacionados à crise da dívida externa e à interrupção dos fluxos de recursos externos (1982). 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 antiinflacionária, 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 em desenvolvimento 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.

Conseqüentemente, 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. A partir da segunda metade dos anos 80, principalmente, a privatização passou a ser vislumbrada como um dos possíveis instrumentos para a solução dessas questões e do problema fiscal brasileiro.

## **5.2 - 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, sendo seus efeitos considerados no preço de venda. Note-se que essas operações, quando necessárias, ocorreriam mais cedo ou mais tarde, suposta a presença ou não da privatização. 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 1 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 diante da 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 argüição 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 (*stricto sensu*), outras medidas podem ser necessárias:

a) estabelecimento de políticas de preços de principais produtos ou matérias-primas básicas (por exemplo, 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 *holding* Siderbrás, a maior parte dos ajustes foi de natureza financeira, envolvendo capitalizações,

reescalamentos 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) reescalamento 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 a 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 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 o 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. Adicionalmente, algumas considerações devem ser feitas com relação aos seus impactos sobre a dívida pública.

Quadro 1

**Ajustes Financeiros Prévios à Privatização — 1995-1997**

Mês	Empresa	Ajustes Prévios	Valor (US\$ Milhões)	Valor (R\$ Milhões)
Jul./95	Escelsa	Assunção de Dívidas pela Eletrobrás	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
Total			1.978,0	2.051,0

Fonte: STN/MF. Elaboração do autor.

Obs.: Os valores em milhões de reais foram convertidos pelo dólar médio do mês.

Quando o ajuste envolve transferência de dívidas entre estatais, não há, *caeteris 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>29</sup> (ver Subseção 5.3). Em relação aos aumentos de capital, tudo vai depender da forma como foram implementados: via emissão de títulos públicos ou em dinheiro.

Apesar de não constituírem ajustes prévios à privatização, em alguns casos, por recomendação dos consultores, e após a 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 são provenientes da 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 de a Siderbrás ter absorvido dívidas de algumas empresas controladas e seus

<sup>29</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.

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 fiscais, e analisando-se temporalmente, pode-se afirmar que a privatização da siderurgia estatal brasileira<sup>30</sup> e a liquidação da Siderbrás tiveram efeitos positivos sobre as finanças públicas do país. Apesar de a União ter assumido um elevado montante de dívidas, estas não afetaram a dívida pública, *caeteris paribus*, pois tal operação consistiu na transferência de endividamento de uma esfera de governo para outra (empresas estatais para o governo central).

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. O Anexo 2 mostra as entidades extintas e em liquidação, até dezembro de 1999.

### 5.3 - A Questão das Moedas de Privatização

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 e 1995, são títulos públicos e créditos que foram emitidos anteriormente ao PND, ou foram criados visando à sua utilização no programa,<sup>31</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 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

---

<sup>30</sup> A Siderurgia é um setor intensivo em capital, pouco dinâmico e com grande período de maturação para os investimentos.

<sup>31</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).

—, 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, se o governo honra seus compromissos, melhoram as expectativas dos agentes privados, aumentando o grau de confiança destes nas ações do próprio governo.<sup>32</sup> Tais fatos tendem a refletir-se sob a forma de menores prêmios de risco 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 a operação conhecida como *clearing* permitiu a permuta de uma variedade de títulos e créditos por um único título público — as NTN-P.

Embora tenham atenuado o impacto fiscal da privatização, essas 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. Verificaram-se, ainda, ganhos

---

<sup>32</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.

indiretos 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, p. 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, p. 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 DPMFi-TN<sup>33</sup> 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 indiretos para o Tesouro.

#### **5.4 - 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

---

<sup>33</sup> Esta sigla será utilizada para indicar a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna de emissão do Tesouro Nacional.

pertencentes ao SPE, cabe ao BNDES,<sup>34</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:

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

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 30 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 a 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 dívida pública do Tesouro 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.

---

<sup>34</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 de Minas e Energia também são gestores de alguns programas, a saber: portos e aproveitamento hidroelétrico, respectivamente. O Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, por sua vez, é o gestor das empresas em liquidação, dissolução e extinção.

Quando da venda de empresas com participação direta da União, os recursos destinados ao resgate da dívida interna<sup>35</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*).

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 Dívida Mobiliária Federal Interna de Emissão do Tesouro Nacional (DPMFi-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 DPMFi-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 15 anos para resgate e rendem TR mais 6% a. a.

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:

---

<sup>35</sup> A dívida interna abatida com receitas arrecadadas em moeda corrente pelo Tesouro Nacional é a dívida mobiliária federal de sua emissão.

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

### **5.5 - 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 frequentes 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 subseção anterior. Nessa última hipótese, após o pagamento de eventuais dívidas junto à União, os recursos podem ser aplicados nos programas e projetos descritos na Subseção 5.4. Entretanto, nas duas hipóteses, as receitas de privatização têm sido utilizadas prioritariamente na amortização da dívida pública interna, dada a sua importância. Os Anexos 11 a 20 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 dos Recursos da Privatização — 1995-1999**

Empresa	Destinações dos Recursos	Valor
Escelsa	Eletrobrás — Dívida Externa a Pagar (1996)	102,6
Escelsa	Dívida Externa	208,8
Light	BNDES — Pagamento de Debêntures	263,4
Light	Eletrobrás — 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
Telebrás (1ª Parcela)	Dívida Interna (Amortização)	8.800,0
Participações Minoritárias (Dec. 1.068/94)	Dívida Externa	344,6
Participações Minoritárias (Dec. 1.068/94)	Eletrobrás	136,5
Datamec	Dívida Interna (Melhoria do Perfil)	33,0

Fonte: STN/MF. Elaboração do autor.

### 5.6 - Administração da Dívida Mobiliária Federal Interna de Emissão do Tesouro Nacional (DPMFi-TN) — 1995-1999

A análise da administração da dívida mobiliária federal interna de emissão do Tesouro Nacional 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 à administração da DPMFi-TN.

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>36</sup> Nesse cenário de incerteza, a taxa Selic se manteve alta e crescente,<sup>37</sup> enquanto a variação cambial apresentou média mensal de 1,5%, entre janeiro e julho de 1995.

Nesse primeiro subperíodo, a administração da DPMFi-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

<sup>36</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>37</sup> A taxa Selic efetiva mensal saiu de 3,4% a.m., em janeiro de 1995, para 4% a.m. em julho do mesmo ano, tendo atingido 4,3% a.m. em abril.

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>38</sup> O abundante afluxo de capitais externos serviu para financiar o crescente déficit em transações correntes<sup>39</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 de pagamentos; e segundo, a deterioração do resultado primário do setor público.<sup>40</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 DPMFi-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 DPMFi-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

---

<sup>38</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>39</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).

<sup>40</sup> O superávit primário (“abaixo da linha”) do setor público consolidado acumulado em 12 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.

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.

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>41</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 12 meses não apareceram, senão a partir do segundo semestre de 1998 e, mesmo assim, foram restritos ao governo central.<sup>42</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>43</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 DPMFi-TN.

Em 1997, procurou-se consolidar e aperfeiçoar o planejamento da DPMFi 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 Letras do Tesouro Nacional (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

---

<sup>41</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>42</sup> O resultado primário (“abaixo da linha”) acumulado em 12 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>43</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.

Tesouro Nacional passou a realizar, em caráter de 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 espriar os vencimentos da DPMFi-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 PND afetou de maneira importante a administração da DPMFi-TN a partir de 1997. Em particular, a privatização de algumas empresas possibilitou o chamado *clearing* do setor público, em setembro, ou seja, a troca de NTN-P do Tesouro por títulos e créditos diversos (moedas de privatização), de propriedade das empresas alienantes. Tal operação encontrava-se pendente desde a implantação do PND, em função de questões relacionadas à sua operacionalização, tendo ocasionado uma elevada emissão de NTN-P naquele mês. 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 DPMFi-TN, em maio de 1997, quando a CVRD 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 DPMFi-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 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 DPMFi-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, resabiados 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>44</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, 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>45</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 DPMFi-TN:

- a) redução do número de vencimentos (concentração da frequência) dos títulos em circulação, sobretudo dos prefixados;<sup>46</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

---

<sup>44</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.

<sup>45</sup> Posteriormente, a demanda por *hedge* cambial seria suprida, em parte, pelas emissões de NBC-E (títulos cambiais emitidos pelo Banco Central).

<sup>46</sup> O objetivo dessa medida é aumentar a liquidez no mercado secundário de títulos públicos.

bilhões.<sup>47</sup> Tais títulos foram baixados dos estoques da DPMFi-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>48</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.

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

### **5.7 - Impactos da Privatização sobre a DPMFi-TN — 1995-1999**

Nos últimos anos, a principal destinação dos recursos das privatizações brasileiras tem sido o abatimento da dívida mobiliária de responsabilidade do Tesouro. 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 DPMFi-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 DPMFi-TN constitui um instrumento de política fiscal. Portanto, a análise desta subseção concentrar-se-á nos impactos da utilização das receitas de privatização sobre essa dívida. Na Subseção 5.8 serão introduzidos outros tipos de dívida que compõem a DLSP.

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 DPMFi-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

---

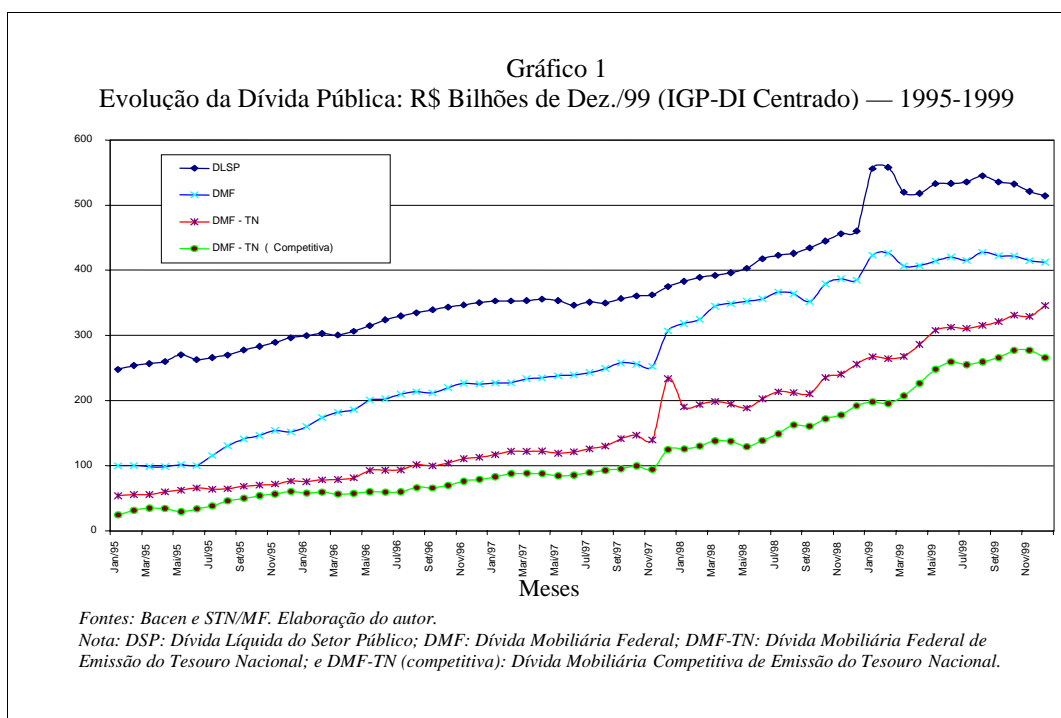
<sup>47</sup> Neste caso, tratou-se de uma das chamadas “Operações Estruturadas”, sendo esta realizada entre o Tesouro Nacional e o BNDES. Os pagamentos referentes à segunda e terceira parcelas da venda do Sistema Telebrás foram efetuados em *cash* ao BNDES. Esta instituição reteve os valores em moeda corrente, repassando ao Tesouro títulos da DPMFi-TN, após aplicar um deságio médio de 12% sobre esses papéis, para que fosse mantida a equivalência entre os valores econômicos em moeda corrente e títulos.

<sup>48</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.

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.

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 DPMFi-TN, e, posteriormente, serão apresentadas as trajetórias dessa dívida, em dois cenários, a saber: ocorrência e não-ocorrência de privatização.



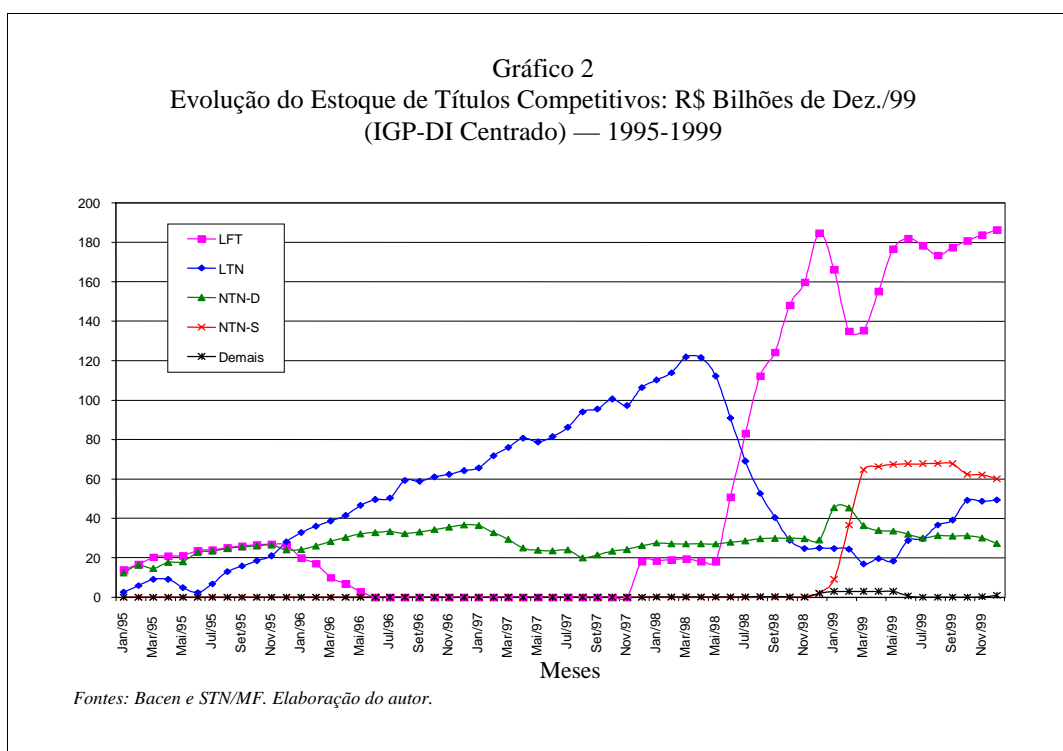
No Gráfico 2, observa-se que os títulos competitivos relevantes, no período 1995-1999, dada a magnitude de seus estoques, são as LFT, LTN,<sup>49</sup> NTN-D e NTN-S. Os demais títulos têm pouco peso no estoque total da DPMFi-TN. Logo, em

<sup>49</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 diferenciados 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.

termos práticos, mostrar que o custo de carregamento desses quatro papéis pode ser aproximado pela taxa Selic equivale a afirmar que a DPMFi-TN competitiva pode ter seu custo de oportunidade aproximado por essa taxa de juros.

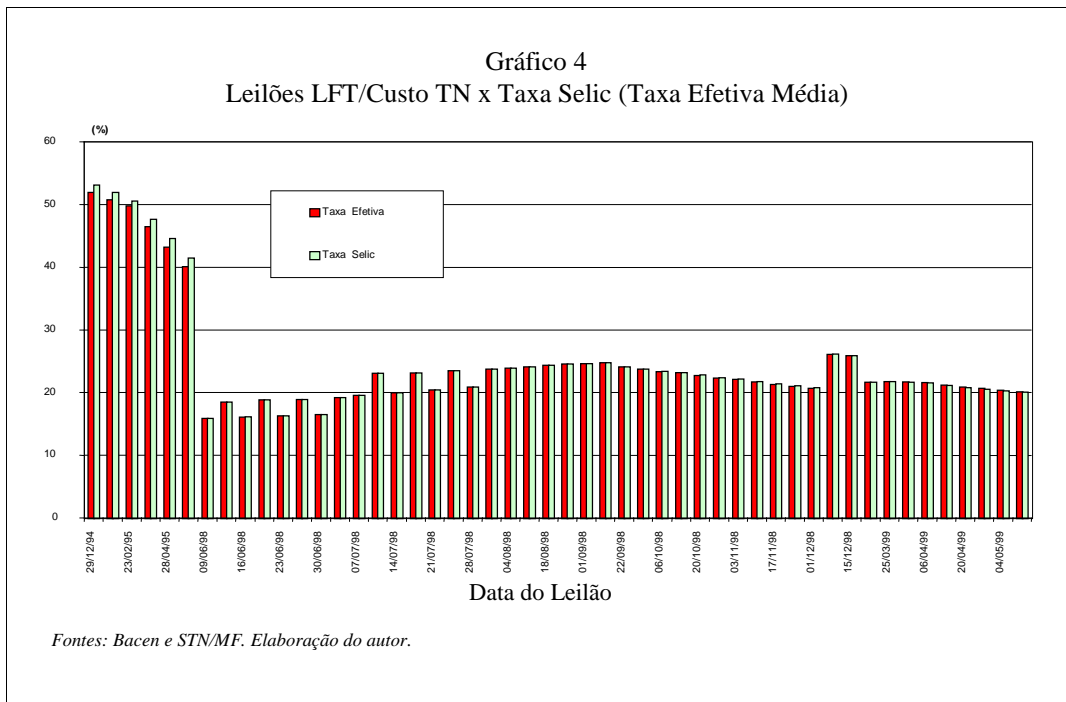
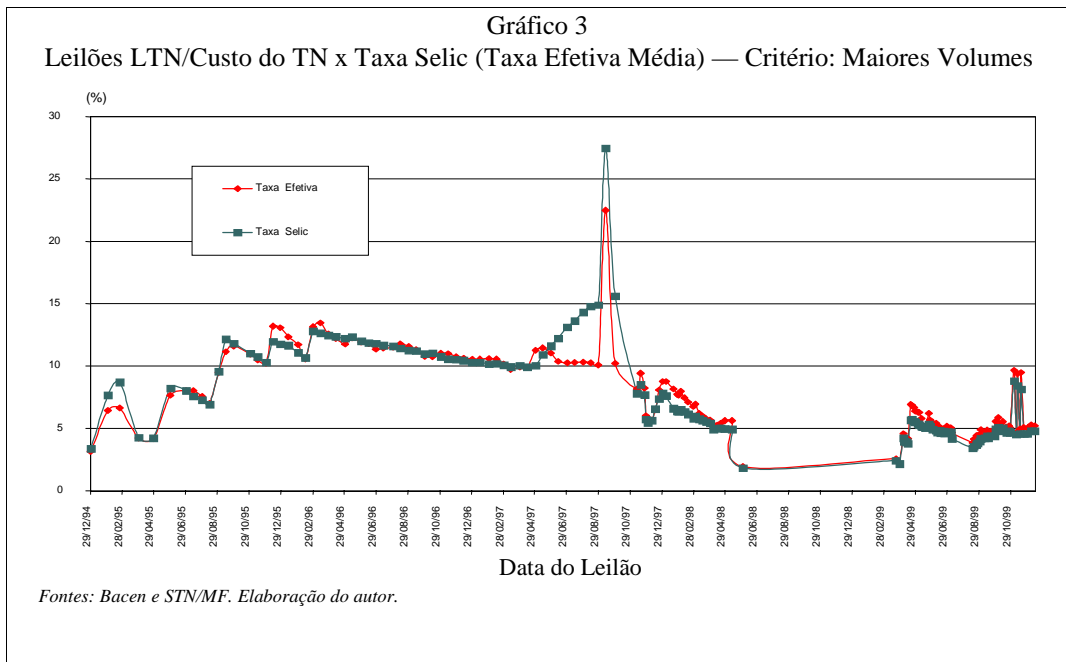
Nos Gráficos 3, 4, 5 e 6, são comparados os custos do Tesouro, definidos pelas taxas efetivas médias verificadas nos leilões, com a variação da taxa Selic durante os períodos de carregamento das LTN, LFT, NTN-D e NTN-S, entre janeiro de 1995 e dezembro de 1999.

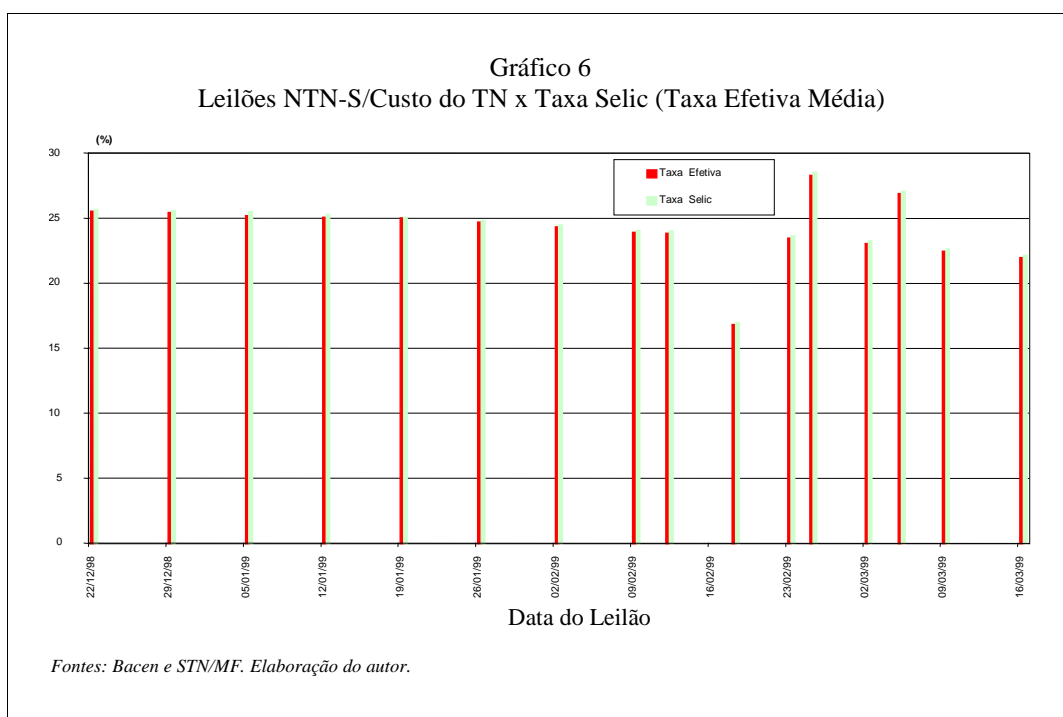
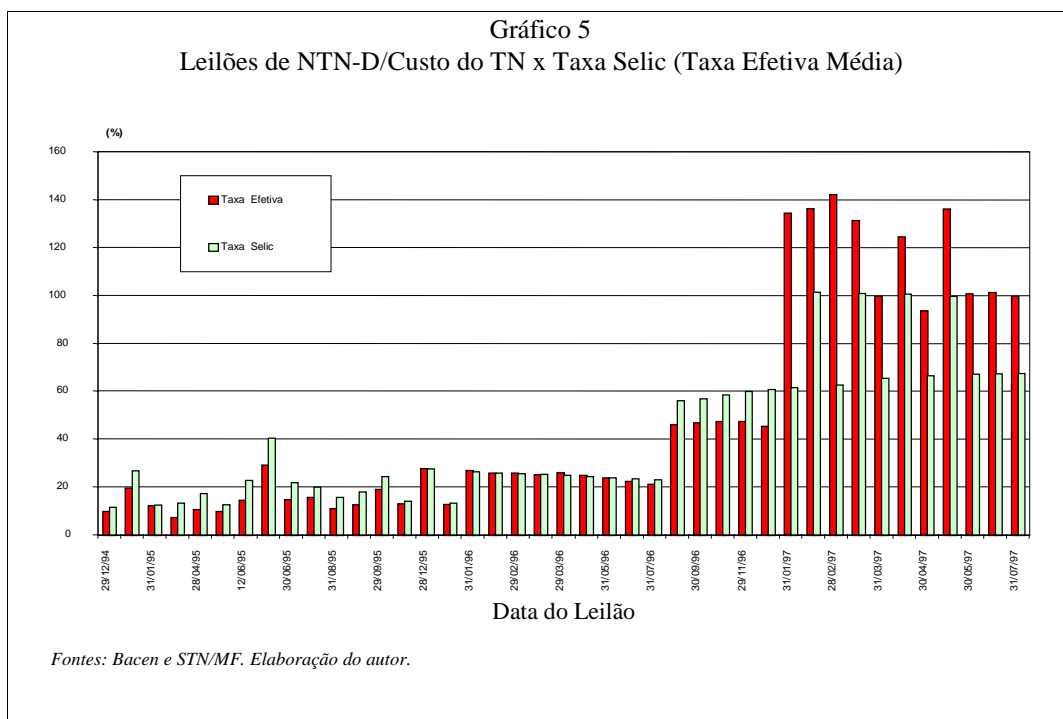
Verifica-se que, no caso das LFT e NTN-S, os custos do Tesouro já são, praticamente, as variações da taxa Selic, nos períodos em que os títulos permaneceram em poder do público. Isso não é de surpreender, posto que esses papéis são pós-fixados à taxa Selic.<sup>50</sup> No caso das LTN e NTN-D, os gráficos 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.



<sup>50</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 no Anexo 25).







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

Tabela 6

**Privatização e Economia com Juros sobre a DPMFi-TN: Receitas de Privatização Utilizadas para Resgate da DPMFi-TN — 1995-1999**

(Em 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	Maiο/97	1.550,25	1.356,73
163	Julho/97	100,00	82,96
167	Setembro/97	68,96	21,15
129	Maiο/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
Total			8.715,51

Fonte: STN/MF (Siafi). Elaboração do autor.

Obs.: Fonte 129 = Receitas de Concessões.

Fonte 163 = Reforma Patrimonial - Privatizações.

Fonte 167 = Recursos em moeda corrente recebidos pelo TN após permuta por NTN-P com os alienantes.

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.

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>51</sup> A análise anterior mostrou que a taxa Selic é uma boa *proxy* para definir as rentabilidades desses papéis. Por esse motivo, os valores calculados foram corrigidos pelas variações dessa taxa entre as datas de utilização dos recursos e 31 de dezembro de 1999.

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% a. a. 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 DPMFi-TN, nesse 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 DPMFi-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.

---

<sup>51</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 de 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. Dessa forma, o custo de oportunidade constitui-se no custo de emissão de títulos da DPMFi-TN competitiva.

A utilização de receitas de privatização para abater dívida mobiliária federal possibilita a colocação de menores lotes de títulos competitivos nos leilões subsequentes ao emprego 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 DPMFi-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 DPMFi-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 dívidas (isto é, 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 DPMFi-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 DPMFi-TN, com certeza, o custo de rolagem dessa dívida para o Tesouro teria sido maior, em razão, inclusive, das 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, nesse mês de referência. Depreende-se que, em poucos anos, a economia com juros deverá suplantará os valores amortizados corrigidos pela inflação.

Tabela 7

**Privatização e Economia com Juros sobre a DMF-TN: Receitas de Privatização Utilizadas para Resgate da DMF-TN**  
**Atualizado para Dezembro/99 pelo IGP-DI — 1995-1999**

(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
Totais		34.232,05			8.715,51	25,46

Fonte: STN/MF (Siafi). Elaboração do autor.

Obs.: Fonte 129 = Receitas de Concessões.

Fonte 163 = Reforma Patrimonial - Privatizações.

Fonte 167 = Recursos em moeda corrente recebidos pelo TN após permuta por NTN-P com os alienantes.

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.

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 4 e 5).<sup>52</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>53</sup>

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.

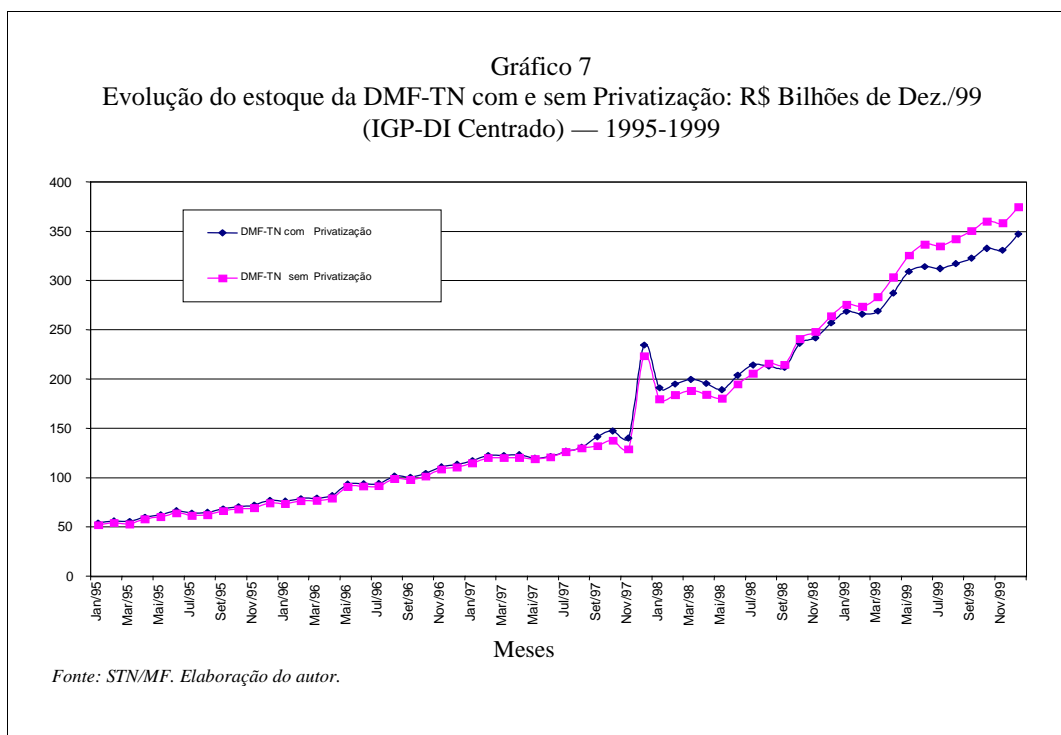
O Gráfico 7 mostra a evolução da DPMFi-TN, considerando os cenários de ocorrência e não-ocorrência de privatização. Observa-se que, em alguns períodos, a DPMFi-TN com privatização é inclusive menor do que a verificada sem a presença das privatizações. Isso se deve a três fatores.

Primeiro, entre 1991 e 1994 um volume considerável de receitas já havia sido aplicado no resgate da DPMFi-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. Quer dizer, já havia um estoque prévio de NTN-P. Assim, por um lado, as privatizações aumentavam a

---

<sup>52</sup> Para calcular os dividendos que deixaram de ser recebidos pelo Tesouro Nacional, 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 4 e 5. Note-se que o Tesouro recebe dividendos apenas de suas participações majoritárias e minoritárias nas empresas estatais.

<sup>53</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.



DPMFi-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, ocorreu sobre a melhoria 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 DPMFi-TN.

Terceiro, o ponto de inflexão para a redução da DPMFi-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 em 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 DPMFi-TN e NTN-P, e dos montantes de recursos utilizados para abater a dívida mobiliária de emissão do Tesouro.



Tabela 8

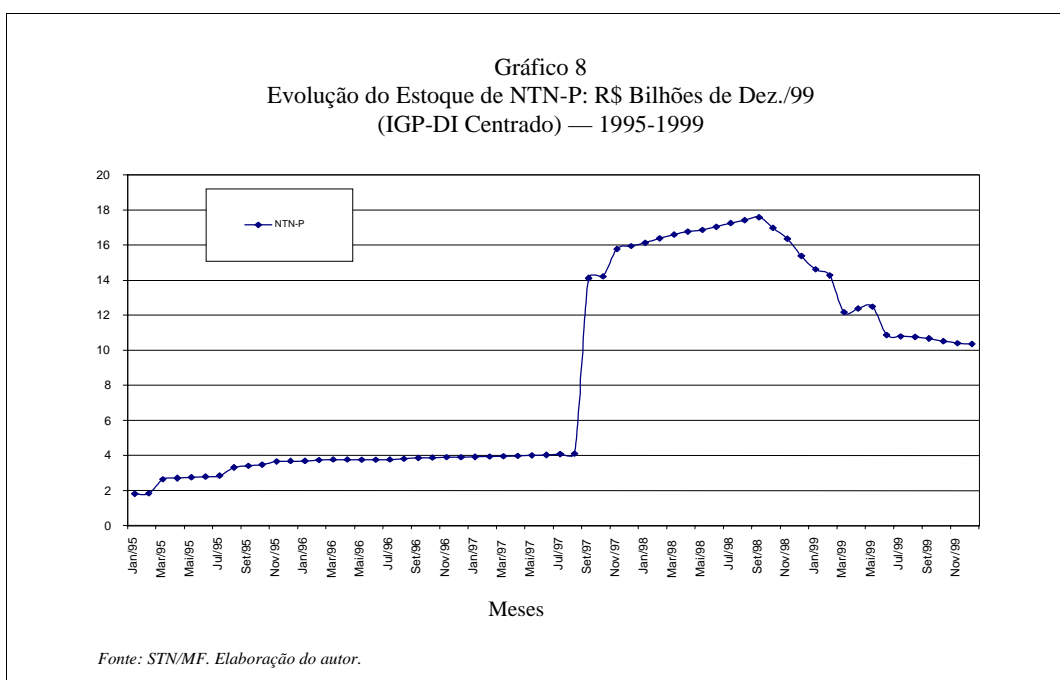
**Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) — 1994-1999**

(Em % do PIB)

Esfera de Governo	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.

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 DPMFi-TN, em dezembro de 1999, seria R\$ 27,6 bilhões superior ao efetivamente observado com as privatizações. Ressalte-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 se refere 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>54</sup> ou seja, o estoque da DPMFi-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.

Como salientado na Subseção 5.4, 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.

Ressalte-se que, apesar do fato de as NTN-P atenuarem o impacto das privatizações sobre a dívida, ainda assim essas 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% a.a.). Terceiro, porque quando as NTN-P são permutadas por moedas de privatização, estas são

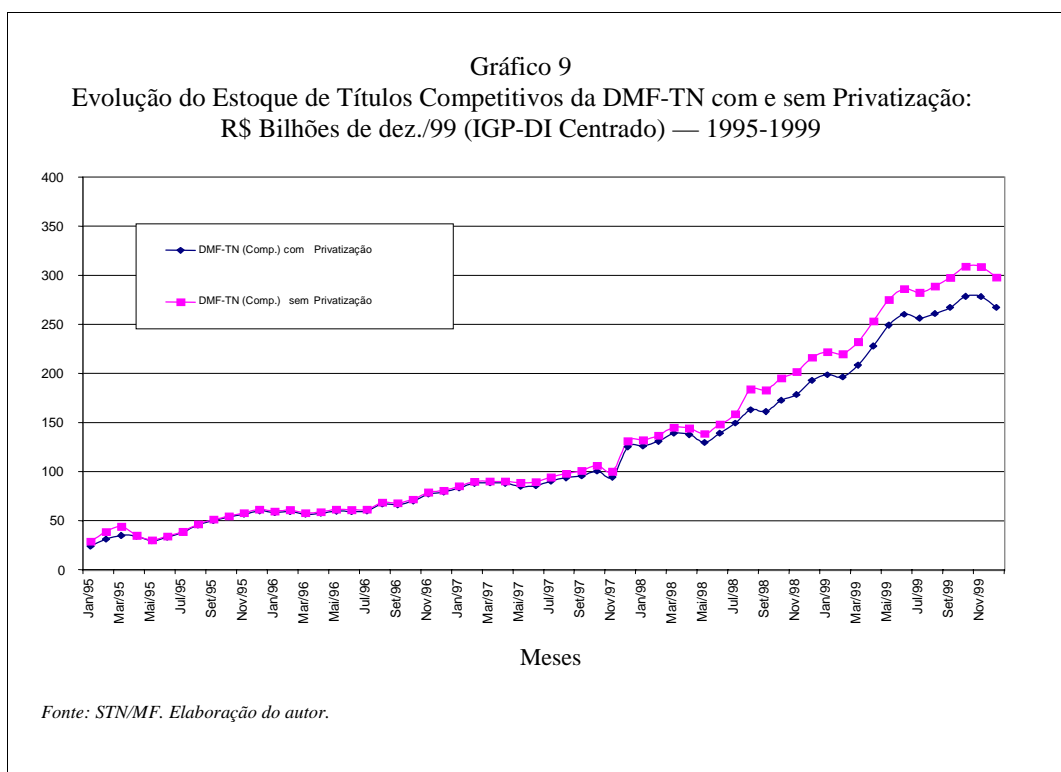
---

<sup>54</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.

baixadas dos estoques do Tesouro sem que as empresas alienantes recebam qualquer remuneração adicional sobre esses papéis.<sup>55</sup>

Para analisar o processo expurgando-se o efeito das emissões de NTN-P, foi construído o Gráfico 9, que mostra a evolução da DPMFi-TN competitiva. Nesse caso, não estão incluídos o 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>56</sup> Tais títulos foram abatidos diretamente do estoque da DPMFi-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 DPMFi-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.



<sup>55</sup> Um problema que surge relativo ao processo de *clearing*, sugerindo que há um certo ganho para o governo, relaciona-se ao fato de 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.

<sup>56</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.

### 5.8 - Impactos da Privatização sobre a DLSP e as NFSP — 1995-1999

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, aquele 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.

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 8.727/93, 9.496/97 e Programa de Reestruturação dos Bancos Estaduais (Proes)], as altas taxas de juros e a desvalorização cambial podem ser apontadas como os principais fatores internos de crescimento da DLSP no período 1995-1999. O reconhecimento de esqueletos — dívidas do passado e que já produziram efeitos macroeconômicos — também concorreu para o aumento do estoque total da dívida líquida.

A esses fatos somam-se os três choques externos, mencionados na subseção anterior, que contribuíram para elevar as taxas de juros<sup>57</sup> incidentes sobre a dívida pública interna, no período 1995-1998, elevando o custo de rolagem e o estoque da dívida 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.

Feitas essas considerações iniciais acerca do elevado crescimento da DLSP, em anos recentes, procurar-se-á analisar, nesta subseção, 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 proporcionado a redução das NFSP no período, bem como terá impactos favoráveis sobre a restrição orçamentária intertemporal do governo.

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,

---

<sup>57</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.

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 cálculos e resultados, seguem-se, como resultados naturais, os efeitos sobre a DFL e as NFSP.<sup>58</sup>

Inicialmente, deve-se considerar que, apesar do crescimento da DLSP, a dívida líquida das estatais tem apresentado trajetória descendente, particularmente a partir de 1997, como se pode constatar 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. De fato, a entrada dos estados e municípios no programa foi de vital importância para a redução do nível de endividamento de suas estatais, o que pode ser apontado como um dos efeitos positivos 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>59</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. Como frisado, essa assunção, *caeteris paribus*, não afeta a DLSP, uma vez que se trata da transferência de dívidas de uma esfera de governo para outra.

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, ainda, 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 também pelo seu elevado custo de rolagem, prazos reduzidos e heterogeneidade de passivos.

Na Subseção 5.7, foi analisado o impacto da utilização das receitas de privatização sobre a DPMFi-TN. Tal análise forneceu o arcabouço metodológico a ser utilizado. Naquela subseção, 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

---

<sup>58</sup> Trata-se das NFSP sob a ótica “abaixo da linha”, ou simplesmente NFSP, que é a utilizada nas estatísticas oficiais do governo.

<sup>59</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.

subseção, 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>60</sup> O Quadro 3 apresenta essas taxas tal qual se configuram atualmente.<sup>61</sup>

As receitas de privatização são parte integrante do item “ajuste patrimonial líquido,”<sup>62</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 8.727/93) — governos estaduais e municipais.

---

<sup>60</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>61</sup> Tais taxas são divulgadas regularmente pelo Banco Central. A renegociação das dívidas estaduais sob o amparo da Lei 9.496/97 é atualizada pelo IGP-M + 6% a.a., sendo que, para a DLSP total, os créditos e débitos se cancelam.

<sup>62</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 (por exemplo, Nota para a Imprensa). Entretanto, é comum empregar-se a expressão “ajuste patrimonial” significando ajuste patrimonial líquido.

Quadro 3

**Taxas *Proxies* para Fins de Atualização dos Saldos da DLSP**

Especificação	Taxa <i>Proxy</i>	Especificação	Taxa <i>Proxy</i>
<i>Dívida Interna Líquida</i>			
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 8.727/1993)	IGP-M + 6,0% a.a.
Renegociação (Lei 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 8.727/1993)	IGP-M + 6,0% a.a.
		Municipais	
Governos Estaduais		Dívida Bancária	TJLP + 6,9% a.a.
Dívida Mobiliária Líquida	Selic	Renegociação (Lei 8.727/1993)	IGP-M + 6,0% a.a.
Dívida Bancária	TR + 19,7% a.a.		
Renegociação (Lei 8.727/1993)	IGP-M + 6,0% a.a.	<i>Dívida Externa Líquida</i>	
Governos Municipais		Governo Federal e Banco Central	<i>Libor + spread</i>
Dívida Mobiliária Líquida	Selic	Governos Estaduais	<i>Libor + spread</i>
Dívida Bancária	TR + 19,7% a.a.	Governos Municipais	<i>Libor + spread</i>
Renegociação (Lei 8.727/1993)	IGP-M + 6,0% a.a.	Empresas Estatais	<i>Libor + spread</i>

Fonte: Bacen/MF. Elaboração do Autor.

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 8 a 22, abrangendo o período 1995-1999, com exceção dos ajustes patrimoniais e dos dados relacionados aos estados e municípios (1996 a 1999).<sup>63</sup> As taxas usadas para a correção dos estoques encontram-se no Quadro 3.<sup>64</sup> Os cálculos são baseados nas equações do modelo da Subseção 4.4. 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 Gráficos 7 e 8 da subseção anterior). Portanto, se a União detivesse o controle acionário direto de todas as empresas privatizadas, a contribuição da DMF para a redução

<sup>63</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.

<sup>64</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 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.

Tabela 9

**Estimativas dos Impactos da Privatização sobre a DLSP Desagregada com e sem Privatização — 1995-1999<sup>a</sup>**

(Em % do PIB)

	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>b</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>b</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>c</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.

<sup>a</sup> Os valores correspondem ao mês de dezembro de cada ano.

<sup>b</sup> Deduzida do estoque de NTN-P.

<sup>c</sup> Inclui a dívida externa líquida das estatais.

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 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 da dívida pública federal só foram verificados a partir de 1997.<sup>65</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.

Ressalte-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 trata-se de dívidas existentes, na maioria vencidas, e que, portanto, já deveriam ter sido pagas, como foi 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.

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

---

<sup>65</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 DPMFi-TN, atrasos nos cronogramas de privatização têm impactos fiscais negativos.

dezembro de 1999.<sup>66</sup> O estoque da DLSP, o ajuste patrimonial líquido e a DFL seriam 58,1%, 7% e 51,1% do PIB, sem privatização, contra 49,7%, 3,9% e 45,8% do PIB, respectivamente, registrados com privatização no final do mesmo ano (ver Tabela 9).

Poder-se-ia argumentar, entretanto, que houve “custos”<sup>67</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 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 inferir que, muito provavelmente, os juros nominais das empresas estatais continuariam pressionando a dívida líquida do setor público.

---

<sup>66</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>67</sup> O termo “custos” será utilizado para indicar potenciais pressões indiretas sobre a dívida pública em função das privatizações.

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>68</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 Proes, que teria de ocorrer mais cedo ou mais tarde, com ou sem privatização.

Portanto, a privatização de alguns dos bancos estaduais é conseqüência 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>69</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

---

<sup>68</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.

<sup>69</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 DPMFi-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 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. Ressalte-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.

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; 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>70</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 tenham 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, que têm consequências positivas sobre os custos da dívida pública.

## **6 - CONCLUSÕES**

Um dos objetivos primordiais do 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” — isto é, relativo aos estoques de passivos públicos —, a privatização gere efeitos positivos para o governo (por exemplo, redução dos juros pagos sobre a dívida e do déficit público).

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, 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

---

<sup>70</sup> Variação da DFL de 17,9% do PIB no cenário com privatização, contra 23,6% do PIB no cenário sem privatização.

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.

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; e 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, e 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 junto com o avanço do programa. Embora a melhoria das NFEE não possa ser atribuída unicamente à privatização (por exemplo, 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>71</sup> Destaca-se a participação dos estados na melhoria 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. 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

---

<sup>71</sup> Ressalve-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.

dívidas mais custosas) ou em moedas de privatização por NTN-P,<sup>72</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. Trata-se de papéis que apresentam prazo de resgate de, no mínimo, 15 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 de este abater a dívida de custo mais elevado, como mostrou este estudo.

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 vencidos, ou de curto prazo, por títulos públicos de longo prazo — 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 (por exemplo, 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 refinanciar débitos vencidos e vincendos em condições mais favoráveis, alongando o perfil da dívida e, conforme mostrou Silva (1998, p. 100-103), proporcionaram ganhos indiretos para o Tesouro.

No que tange à mensuração dos impactos da privatização sobre a dívida pública, este trabalho analisou, inicialmente, os efeitos da utilização das receitas de privatização sobre a dívida mobiliária interna de emissão do Tesouro, uma vez que esta dívida 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.

---

<sup>72</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.

Em primeiro lugar, calculou-se a economia de juros que o uso dos recursos da privatização proporcionou sobre a DPMFi-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 DPMFi-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 DPMFi-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 DPMFi-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 dívida mobiliária do Tesouro, no mesmo período (excluindo-se cerca de R\$ 8,6 bilhões em títulos da DPMFi-TN, 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 mostraram 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, 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 revelam que os efeitos da privatização reduziram a DPMFi-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 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 1

### Relatório Consolidado do PND — 1991-1995

(Em US\$ Milhões)

C PM L E, I	Empresa	Tranf. Controle Acionário	Fluxos de Recursos do Tesouro				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	Poliiolefinas	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	Nitrocarbono	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

(continua)

(continuação)

C PM L E, I	Empresa	Tranf. Controle Acionário	Fluxos de Recursos do Tesouro				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								
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 / Petrofértil;

L = Empresas em liquidação;

E = Empresas excluídas do PND;

I = Empresas com processo de privatização interrompido; e

PREF = Ações preferenciais.

## ANEXO 2

### Entidades Extintas e em Extinção

Natureza Jurídica / Razão Social	Ato de Dissolução	Órgão/Ministério Sucessor	Encerramento Oficialização
Sociedade de Economia Mista			
Banroraima — Banco de Roraima S.A.	Dec. 95.583/88		AGE 16.11.98
BNCC — Banco Nacional de Crédito Cooperativo	Lei 8.029/90	Minifaz	AGE 17.05.94
Caeeb — Cia. Aux. de Emp. Elét. Brasileiras	Lei 8.029/90	MME	AGE 20.06.93
Coalbra — Coque e Álcool de Mad. S.A.	Dec. 93.603/86	Maara	AGE 17.03.94
Colone — Cia. de Colonização do Nordeste	Dec. 2.646/98	MAA	AGE 25.02.99
Conesp — Cia. Nordeste de Sondagens e Perfurações	Dec. 2.360/97	Sudene	AGE 30.03.98
Cosim — Cia. Siderúrgica de Mogi das Cruzes	Dec. 95.886/88	Sederbra	AGE 20.12.93
CUN — Cia. Usinas Nacionais	AGE 14.06.88	Minifaz	AGE 15.06.98
Embrafilme — Distribuidora de Filmes S.A.	Lei 8.029/90	Min. Cultura	AGE 17.07.92
Infaz — Cia. Brasileira de Infra-estr. Fazenda	Lei 8.029/90	Minifaz	AGE 10.06.94
Interbrás — Petrobras Comércio Internacional S.A.	Lei 8.029/90	Petrobras	AGE 30.06.94
Lloydbrás — Cia. de Navegação Lloyd Brasil	Dec. 1.746/95	MT	Lei 9.617/98
RFFSA — Rede Ferroviária Federal S.A.	Dec. 3.277/99	MT	
AGEF — Rede Federal de Armazéns	Dec. 3.275/99	MT	
Petromisa — Petrobrás Mineração S.A.	Lei 8.029/90	Petrobras	DOU 24.01.92
Siderama — Cia. Siderúrgica da Amazônia	Dec. 2.361/97	MME	AGE 16.11.98
Siderbrás — Siderurgia Brasileira S.A.	Lei 8.029/90	MME/MF	AGE 28.08.97
Empresa Pública			
EBTU — Emp. Brasileira de Transp. Urbanos	Lei 8.029/90	MT	DOU 02.12.91
Embrater — Emp. Bras. Assist. Téc. Ext. Rural	Lei 8.029/90	Maara	DOU 03.12.91
Portobrás — Emp. de Portos do Brasil S.A.	Lei 8.029/90	MT	AGE 27.11.91

Fonte: Deliq/MPO.

### ANEXO 3

#### Fatores Condicionantes da Base Monetária — 1995-1999 (Fluxos Acumulados no Mês)

(Em Mil Unidades Monetárias)

Período	Conta do Tesouro Nacional <sup>a</sup>	Operações com Títulos Públicos Federais	Operações do Setor Externo	Assistência Financeira de Liquidez	Depósitos			Outras Contas	Variação da Base Monetária
					Instituições Financeiras <sup>b</sup>	Fundos de Investimento	Total		
1995 Jan.	-161.586	1.808.049	-127.480	-1.683.633	-298.773	-524.669	-823.442	40.342	-947.750
Fev.	761.785	489.771	-197.619	-1.467.308	-251.985	-263.504	-515.489	13.117	-915.743
Mar.	-590.883	3.243.973	-3.832.980	1.085.342	-113.734	-121.784	-235.518	91.112	-238.954
Abr.	-1.992.572	1.386.369	-100.513	-1.432.619	-29.370	264.255	234.885	150.307	-1.754.143
Mai.	-510.922	-235.365	1.564.718	-699.082	-217.194	-17.552	-234.746	99.642	-15.755
Jun.	-1.303.030	2.332.503	-678.346	-227.638	-228.927	74.768	-154.159	161.861	131.191
Jul.	1.128.110	-9.728.203	7.017.460	2.786.509	10.262	-113.102	-102.840	-10.810	1.090.226
Ago.	-706.856	-7.511.716	5.794.707	602.096	568.261	-103.141	465.120	1.936.702	580.053
Set.	352.998	-4.096.538	810.068	-2.255.851	2.295.196	685.081	2.980.277	49.389	-2.159.657
Out.	-844.945	-1.588.934	3.002.718	-616.587	1.224.572	668.122	1.892.694	53.231	1.898.177
Nov.	-1.025.056	-3.161.029	1.379.024	4.209.614	176.284	-1.379.254	-1.202.970	7.238	206.821
Dez.	913.253	2.456.133	268.337	2.034.651	941.339	-877.268	64.071	385.638	6.122.083
1996 Jan.	2.402.519	-3.949.421	2.237.643	-167.691	1.002.605	-927.931	74.674	154.879	752.603
Fev.	687.486	-8.133.227	2.211.828	71.401	158.241	-305.012	-146.771	-117.269	-5.426.552
Mar.	231.017	-1.952.829	-24.504	1.064.265	33.787	-252.507	-218.720	79.157	-821.614
Abr.	-1.714.923	-1.857.626	1.131.111	886.213	397.049	-121.374	275.675	95.649	-1.183.901
Mai.	4.923.265	-10.273.805	2.085.100	3.555.289	890.039	-262.197	627.842	352.318	1.270.009
Jun.	278.735	-668.375	229.811	541.091	386.155	-56.689	329.466	-175.691	535.037
Jul.	-888.593	-2.984.814	872.312	4.637.305	563.724	-359.161	204.563	100.687	1.941.460
Ago.	-587.763	577.506	51.335	-2.867.281	386.562	-672.492	-285.930	50.492	-3.061.641
Set.	283.013	4.246.181	-1.130.183	1.841.330	62.567	-406.482	-343.915	55.373	4.951.799
Out.	-583.228	-3.704.558	1.066.492	1.117.130	-2.386.789	-588.732	-2.975.521	6.213	-5.073.472
Nov.	38.237	-3.278.836	1.023.169	-2.353	-2.241.079	-1.370.294	-3.611.373	5.934.788	103.632
Dez.	443.623	2.309.305	234.088	205.115	-1.399.092	-1.156.858	-2.555.950	3.491.052	4.127.233

(continua)

(continuação)

Período	Conta do Tesouro Nacional <sup>a</sup>	Operações com Títulos Públicos Federais	Operações do Setor Externo	Assistência Financeira de Liquidez	Depósitos			Outras Contas	Variação da Base Monetária
					Instituições Financeiras <sup>b</sup>	Fundos de Investimento	Total		
1997 Janeiro	2.175.102	-566.011	-1.304.747	2.487.245	-816.302	2.025.843	1.209.541	63.114	4.064.244
Fevereiro	-560.062	1.165.964	-75.055	-6.738.436	-1.224.088	3.678.968	2.454.880	178.145	-3.574.564
Março	-325.590	-1.564.677	-611.410	2.742.207	-1.315.103	1.060.771	-254.332	2.052.765	2.038.963
Abril	-2.043.467	1.236.728	-1.484.393	7.221.485	-656.461	685.464	29.003	7.610	4.966.966
Maiο	-2.871.363	-684.419	2.566.023	-3.481.171	-1.772.609	349.496	-1.423.113	342.840	-5.551.203
Junho	166.621	1.214.631	-1.388.618	3.190.706	-707.398	252.852	-454.546	219.248	2.948.042
Julho	-379.749	-163.480	2.397.134	-2.008.011	-940.616	205.071	-735.545	417.275	-472.376
Agosto	-1.727.357	-2.380.315	2.872.283	-1.299.457	-78.263	198.855	120.592	66.186	-2.348.068
Setembro	2.241.023	3.349.629	-1.669.256	1.556	29.229	17.142	46.371	-1.136.933	2.832.390
Outubro	342.251	3.779.333	-7.922.678	6.565.791	-967.841	-401.677	-1.369.518	52.139	1.447.318
Novembro	-478.040	7.039.741	-1.775.550	-7.646.400	231.412	-375.446	-144.034	-171.074	-3.175.357
Dezembro	-1.614.296	9.731.576	-653.416	2.148.026	-572.405	208.816	-363.589	-392.392	8.855.909
1998 Janeiro	-977.688	-4.520.336	854.723	3.248.389	235.658	-218.543	17.115	113.792	-1.264.005
Fevereiro	-32.225	-198.640	5.772.566	-6.370.968	-665.238	-69.716	-734.954	90.921	-1.473.300
Março	793.616	-11.001.274	10.232.990	-874	285.901	-201.328	84.573	785.021	894.052
Abril	-6.543.600	1.150.364	5.912.307	-120.597	282.411	-349.108	-66.697	338.418	670.195
Maiο	-471.382	2.497.375	-1.839.900	31.151	270.263	-31.157	239.106	-12.433	443.917
Junho	1.214.963	6.166.527	-961.639	29.175	27.608	-26.304	1.304	-328.374	6.121.956
Julho	-956.095	-2.662.103	-476.318	-35.586	-189.636	-19.554	-209.190	104.012	-4.235.280
Agosto	-8.643.246	12.888.749	-3.693.528	1.104.235	508.856	-1.762	507.094	263.651	2.426.955
Setembro	-680.647	17.683.978	-26.017.590	-1.224.349	6.741.281	127.149	6.868.430	-40.553	-3.410.731
Outubro	-892.087	-7.520.486	-4.399.589	-43.698	12.729.022	163.954	12.892.976	787.229	824.345
Novembro	2.773.140	6.362.200	-259.421	-139.277	48.150	31.612	79.762	-1.904.714	6.911.690
Dezembro	-691.282	7.008.447	-6.553.666	-88.593	8.602	-224.877	-216.275	-17.107	-558.476

(continua)

(continuação)

Período	Conta do Tesouro Nacional <sup>a</sup>	Operações com Títulos Públicos Federais	Operações do Setor Externo	Assistência Financeira de Liquidez	Depósitos			Outras Contas	Variação da Base Monetária
					Instituições Financeiras <sup>b</sup>	Fundos de Investimento	Total		
1999 Janeiro	-100.479	7.112.856	-4.755.625	-1.501.541	-110.988	-170.854	-281.842	-29.260	444.109
Fevereiro	-815.318	-2.008.109	285.368	-27.360	88.634	496.228	584.862	201.310	-1.779.247
Março	-1.768.481	5.075.706	-3.811.550	-315.559	227.240	2.058	229.298	-33.945	-624.531
Abril	-2.649.540	3.631.286	-1.950.304	-5.796	198.873	153.868	352.741	-259.057	-880.670
Maiο	25.001	3.253.539	658.625	-29.727	106.775	42.250	149.025	26.915	4.083.378
Junho	-843.492	-6.657.397	7.677	-6.917	47.472	183.367	230.839	11.812	-7.257.478
Julho	-1.627.069	9.333.420	-12.610	-7.032	55.226	209.787	265.013	33.137	7.984.859
Agosto	-6.433.620	-4.138.707	-295.638	-7.175	-63.692	3.629.092	3.565.400	17.738	-7.292.002
Setembro	-2.901.287	4.518.248	-10.688	-7.261	527.500	0	527.500	-26.364	2.100.148
Outubro	722.546	-68.904	-1.410.892	-7.363	543.916	0	543.916	99.793	-120.904
Novembro	607.330	1.201.277	-823.264	-7.465	484.989	0	484.989	24.850	1.487.717
Dezembro	221.121	13.671.946	-2.758.670	-15.259	8.346	0	8.346	-34.728	11.092.756

Fonte: Bacen/MF.

<sup>a</sup>Não inclui operações com títulos.

<sup>b</sup>Inclui compulsório s/dep. judic. e s/ fianças, dep.vinc. SBPE, dep. insuf. aplic. créd. rural, recolhimento do Proagro, dep. inst. financ. (Res. 1.718), dep. vinc. op. ativas e passivas, s/adiant., emp., financ. e crédito e dep. a prazo. A partir de nov./95 inclui DER.

## ANEXO 4

### Dividendos Pagos à União: Regime de Competência — 1994-1998

(Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro de 1999)

(Em 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
	Radiobrás						
Serpro	1.573	1.414	6.206	493	2.294	11.979	
EP Total	71.927	22.533	346.415	1.195.475	1.178.676	2.815.025	
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)							

(continua)

(continuação)

Tipo	Empresas	Ano					Total
		1994	1995	1996	1997	1998	
	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
	Eletrobrás (PND)	266.467	115.776	343.607	1.136.156	171.614	2.033.619
	Enasa (PND Proc. Interromp.)						
	Franave (PND Proc. Interromp.)	35					35
	IRB (PND)				7.699	26.095	33.794
	Lloydbrás (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)						
	Siderbrás (Liquidada em Ago./97)						
	Tasa (Incorporada à Infraero em Jan./96)	91	7.138				7.230
	Telebrás (Privatizada em Ago./98)	29.939	47.576	167.939	188.318	3	433.776
	Trensurb						
	Valec (PND)						
MAJ Total		507.743	378.251	821.273	1.638.230	762.977	4.108.475
MIN Total		23	13	12	65.390	162.294	227.733
Total Global		579.693	400.798	1.167.701	2.899.095	2.103.946	7.151.233

Fonte: STN/MF. Elaboração do autor.

Obs.:

EP = Empresas públicas;

MAJ = Participações majoritárias; e

MIN = Participações minoritárias.



**ANEXO 5****Dividendos Pagos à União: Regime de Caixa — 1995-1999**

(Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro de 1999)

(Em R\$ Mil de Dezembro/99)

Tipo	Empresas	Ano					Total
		1995	1996	1997	1998	1999	
EP	BNDDES	65.846	17.712	326.226	1.058.874	821.104	2.289.762
	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	171	95	35	1.837
	Conab			757	82		839
	CPRM						
	Dataprev					225	225
	ECT				5.637	73.356	78.993
	Embrapa						
	Emgepron					1.344	1.344
	Finep						
	Geipot						
	HCPA						
	Imbel						
Infraero	420	3.123	4.852	4.327	11.834	24.556	
Radiobrás							
Serpro	1.573	1.414	6.206	493	2.294	11.979	
EP Total		71.927	22.533	346.327	1.195.562	1.048.666	2.685.015
MAJ	Banespa (PND)				3.528	13.792	17.320
	Banroraima (Liquidado em Nov./98)						
	Basa			757	3.017	8.247	12.021
	BB		26.502	75.544	175.900	233.473	511.420
	BNB	38	3.466	4.426	7.062	5.355	20.346
	CBTU						
	CDC (PND)	1.491	875	1.057	186	699	4.309

*(continua)*

(continuação)

Tipo	Empresas	Ano					Total
		1995	1996	1997	1998	1999	
	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)	85.767	100.851	127.981			314.599
	Eletróbrás (PND)		382.242	343.608	1.136.156	171.614	2.033.619
	Enasa (PND Proc. Interromp.)						
	Franave (PND Proc. Interromp.)	35					35
	IRB (PND)				13.698	20.096	33.794
	Lloydbrás (Liquidada em Out./97)						
	Meridional (Privatizado em Dez./97)	9.290					9.290
	Petrobras	97.215		229.578	143.361	323.009	793.164
	RFFSA (Em Liquidação)						
	Siderbrás (Liquidada em Ago./97)						
	Tasa (Incorporada à Infraero em Jan./96)	91	7.138				7.230
	Telebrás (Privatizada em Ago./98)	29.939	47.576	167.939	188.318	3	433.776
	Trensurb						
	Valec (PND)						
MAJ	Total	223.867	568.651	952.259	1.673.369	781.401	4.199.547
MIN	Total	23	13	15.907	90.696	121.094	227.733
	Total Global	295.817	591.197	1.314.494	2.959.628	1.951.160	7.112.295

Fonte: STN/MF. Elaboração do autor.

Obs.:

EP = Empresas públicas;

MAJ = Participações majoritárias; e

MIN = Participações minoritárias.

## ANEXO 6

### Patrimônio Líquido das Estatais Federais — 1990-1998

(Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro de 1999)

(Em R\$ Mil de Dezembro/99)

Tipo	Empresas	Anos								
		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
EP	BNDDES	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
	Radiobrás	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	
EP Total		20.813.199	28.887.045	25.587.619	24.769.320	23.779.940	27.775.949	21.719.101	21.524.236	20.125.744
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

(continua)

(continuação)

Tipo	Empresas	Anos								
		1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	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	-	-
	Eletrobrás (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. Interromp.)	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
	Lloydbrás (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
	Siderbrás (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	-	-	-
	Telebrás (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
	MAJ Total	77.616.090	217.137.253	210.846.065	213.208.978	186.481.708	#####	#####	#####	141.040.438
	Total Global	98.429.289	246.024.298	236.433.684	237.978.298	210.261.647	#####	#####	#####	161.166.183

Fonte: Dest/MPO. Elaboração do autor.

Obs.:

EP = Empresas públicas; e

MAJ = Participações majoritárias.

n.d. = não-disponível.

## ANEXO 7

### Patrimônio Líquido da União nas Estatais Federais — 1994-1998

(Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro de 1999)

(Em R\$ Mil de Dezembro/99)

Tipo	Empresas	Anos			
		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
Radiobrás	24.989	1.081	8.420	6.125	
Serpro	318.870	313.522	252.793	262.555	
EP Total		27.727.112	21.661.704	21.468.813	20.064.013
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	

(continua)

(continuação)

Tipo	Empresas	Anos			
		1995	1996	1997	1998
	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	-	-
	Eletrobrás (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. Interromp.)	3.792	2.406	978	809
	IRB (PND)	350.212	309.335	311.845	385.984
	Lloydbrás (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
	Siderbrás (Liquidada em Ago./97)	(17.787.723)	(19.577.086)	-	-
	Tasa (Incorporada à Infraero em Jan./96)	83.110	-	-	-
	Telebrás (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
	MAJ Total	91.401.011	78.284.821	88.063.637	86.352.804
	Total Global	119.128.123	99.946.524	109.532.450	106.416.817

Fonte: STN/MF. Elaboração do autor.

Obs.:

EP = Empresas públicas; e

MAJ = Participações majoritárias.

n.d. = não-disponível.

**ANEXO 8****Dívidas Transferidas das Privatizações Federais — 1995-1999**  
(PND e Telecomunicações)

Empresa	Data do Leilão	Valor	
		(US\$ Milhões)	(R\$ Milhões)
Escelsa	11/07/95	2,0	1,7
Copene	15/08/95	475,4	402,2
CPC	29/09/95	60,9	51,5
Salgema	05/10/95	43,9	37,2
CQR	05/10/95	0,0	0,0
Nitrocarbono	05/12/95	7,5	6,4
Pronor	05/12/95	34,7	29,4
CBP	05/12/95	0,0	0,0
Polipropileno	01/02/96	4,6	4,6
Koppol	01/02/96	66,9	65,8
Light	21/05/96	585,9	584,2
Deten	22/05/96	0,0	0,0
Polibrasil	27/08/96	12,4	12,6
EDN	26/09/96	0,0	0,0
CVRD	06/05/97	3.558,8	3.669,0
Meridional	04/12/97	0,0	0,0
Gerasul	15/09/98	1.082,0	1.258,0
Telebrás	29/07/98	2.125,0	2.401,0
Total (1995-1999)		8.060,0	8.523,6

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

## ANEXO 9

## Dívidas Transferidas das Privatizações Estaduais — 1996-1999

(Em R\$ Milhões)

Empresa	Data do Leilão	Receita de Venda	Dívidas Transferidas
Copel (Venda de Participações)	20/09/96	88	-
Coelba (Venda de Participações)	11/11/96	29	-
Telma (Venda de Participações)	19/11/96	23	-
Cerj	20/11/96	605	360
Ferroeste	10/12/96	26	n.d.
CRT (Venda de Participações)	17/12/96	681	-
Copel (Venda de Participações)	25/03/97	226	-
CEB (Venda de Participações)	30/04/97	79	-
Coelba (Venda de Participações)	07/05/97	133	-
Coelce (Venda de Participações)	09/05/97	98	-
Cemig (Venda de Participações)	28/05/97	1.130	-
Banerj	26/06/97	121	n.d.
CEG	14/07/97	464	n.d.
Riogás	14/07/97	158	n.d.
Coelba	31/07/97	1.731	222
Sabesp (Venda de Participações)	31/07/97	407	-
Credireal	07/08/97	311	n.d.
Cachoeira Dourada	05/09/97	780	145
Besc (Venda de Participações)	30/09/97	31	-
CEEE-Centro-Oeste	21/10/97	1.510	69
CEEE-Norte-NE	21/10/97	1.635	161
CPFL	05/11/97	3.015	110
Enersul	19/11/97	626	234
Cia. União de Seguros Gerais	20/11/97	50	n.d.
Cemat	27/11/97	392	503
Energipe	03/12/97	577	43
Cosern	12/12/97	676	121
Eletropaulo (Venda de Participações)	16/12/97	476	-
Metrô	19/12/97	292	n.d.
Conerj	05/02/98	33	n.d.
Copel (Venda de Participações)	26/02/98	127	-
Coelce	02/04/98	987	422
Eletropaulo Metropolitana	15/04/98	2.027	1.386
Sanepar (Venda de Participações)	08/06/98	250	-
CRT	19/06/98	1.176	934
Celpa	09/07/98	450	131
Flumitrens	15/07/98	280	-
Elektro	16/07/98	1.479	497
Benge	14/09/98	583	-
EBE	17/09/98	1.014	434
Terminal Garagem Menezes Côrtes	28/10/98	80	-
Bandepe	17/11/98	183	-
Congás	14/04/99	1.653	104
Baneb	22/06/99	260	-
Cesp-Paranapanema	28/07/99	1.239	805
Cesp-Tietê	27/10/99	938	1.182
Gás Noroeste-SP (Concessão)	09/11/99	275	-
Elektro (Oferta Pública)		414	-
Total (1996-1999)		29.818	7.863

Fonte: BNDES / Relatórios de Atividade. Elaboração do autor.  
n.d. = não-disponível.



**ANEXO 10****Pagamentos de Dívida Externa com Recursos Provenientes do PND**

(Em R\$ 1)

Empresa	Data	Valor Pago	Dívidas Pagas
Setor Elétrico			
Escelsa	04/08/95	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
		200.768.553	
	17/08/95	8.037.298	BEA
Light	14/06/96	45.667.867	Aviso MF 087/85
Light	19/07/96	258.558.072	Garantias DMLP
		97.495.220	Juros DMLP
		356.053.292	
Light	31/07/96	60.235.975	Garantias DMLP
Light	08/08/96	636.000	Garantias DMLP
Light	26/09/96	10.000.000	Garantias DMLP
Light	14/10/96	10.000.000	Garantias DMLP
Light	15/10/96	802.145.557	DMLP
Light	05/11/96	10.000.000	Garantias DMLP
Light	16/12/96	10.000.000	Garantias DMLP
Light	27/01/97	10.000.000	Garantias DMLP
Light	31/01/97	68.000.000	Garantias DMLP
Light	27/02/97	10.000.000	Aviso MF 087/85
Light	12/03/97	2.312.868	BIB
Light	26/03/97	32.779.320	Aviso MF 087/85
Light	04/04/97	49.202.511	Aviso MF 087/85
Light	10/09/97	2.434.845	BIB
Escelsa	31/10/97	44.044.616	BEA
		2.426.965	BIB
		82.813.419	DMLP
		129.285.000	
Escelsa	08/04/98	5.683.984	DMLP

*(continua)*

(continuação)

Empresa	Data	Valor Pago	Dívidas Pagas
Cerj	13/05/98	2.558.651	BIB
		102.429.381	BEA
		93.246.506	DMLP
		612.568	Clube de Paris
		198.847.106	
Cerj	18/05/98	17.836	BEA
Coelba	26/05/98	2.793.266	BIB
Coelba	24/06/98	9.204.610	Clube de Paris
		20.606.359	DMLP
		11.598.601	Aviso MF 087/85
		41.409.570	
		15.165.688	Clube de Paris
Coelba	25/06/98	15.165.688	Clube de Paris
Coelba	26/06/98	10.510.693	BEA
Coelba	06/07/98	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
		75.857.959	
		Setor Ferroviário	
RFFSA Malha Sudoeste	30/09/96	76.000.000	Aviso MF 087/85
Total dos Recursos Utilizados		2.243.845.187	

Fonte: STN/MF. Elaboração do autor.

## ANEXO 11

### Alienações Realizadas e Destinações dos Recursos do PND em 1995 — Posição de 31/12/95

(Em R\$ 1)

	Escelsa Leilão/Empreg./ Sobras	Copene Leilão/ Empreg.	CPC 1º/2ºLeilão	Salgema 1º/2ºLeilão	CQR Leilão	Nitrocarbono Leilão	Pronor Leilão	CBP Leilão	Total PND 1995 (A)	Ingressos Relativos a outros Exercícios (B)	Total 1995 (A)+(B)
Data do Leilão	11/7,9 e 14/8/95	15/8,13 e 30/10/95	29/09/95	05/10/95	05/09/95	05/12/95	05/12/95	05/12/95			
Data da Liquidação Financeira	17/7,9 e 14/8/95	29/8,13 e 30/10/95	16/10/95	16/10/95	16/10/95	18/12/95	18/12/95	18/12/95			
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. Financiados											
2. À 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 Tesouro	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)	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
Em Moeda Corrente:											
- Fonte 100	446.439								446.439		446.439
- Fonte 159	3.718.932								3.718.932		3.718.932
- Fonte 163											
- 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 Financiados											
- Outras	167.931.189	8.475.657	189.251	264.976	2.333	56.361	122.794		177.042.562		177.042.562

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND. Elaboração do autor.

## ANEXO 12

### Ingressos Relativos a outros Exercícios em 1995: Destinação dos Recursos do PND — Posição de 31/12/95

(Em R\$ 1)

	Participações Minoritárias Dec. 1.068/94	Cosipa (Siderbrás)	Acesita 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	
I - Valor Bruto						
1. Financiada						
2. À Vista						
- Moeda Corrente						
- Moeda de Privatização						
II - Valor Repassado - BNDES						
Acertos do BNDES						
(-) Despesas						
(-) Comissões						
(+ Remuneração Extramercado						
III - Valor Repassado - Alienantes						
(+ Remuneração Extramercado						
IV - Ingressos no Tesouro	365.279.445	126.938.926	253.797.634	1.435.796	85.650.943	833.102.744
Data do Repasse	16.3.95	16.3.95	1.8.95	1.8.95	3.11.95	
Em Moedas de Privatização:						
- Conta Cetip/STN (MOP)						
Em Moeda Corrente:						
- 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						
V - Destinação dos Recursos						
- 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: STN/MF. Relatórios do PND. Elaboração do autor.

## ANEXO 13

### Alienações Realizadas e Destinações dos Recursos do PND em 1996 — Posição de 31/12/96

(Em R\$ 1)

	Polipropileno 1º/2º Leilão	Koppol Leilão	RFFSA Oeste	RFFSA Centro-Leste	RFFSA Sudeste	RFFSA T. Cristina	RFFSA Sul	Light Leilão
Data do Leilão	01/02/96	01/02/96	05/03/96	14/06/96	20/09/96	22/11/96	13/12/96	21/05/96
Data da Liquidação Financeira	10/05/96	12/03/96	11/03/96	20/06/96	27/09/96	29/11/96	20/12/96	30/05/96
I - Valor Bruto	80.739.831	3.096.494	62.360.000	316.900.000	888.911.000	18.510.000	216.600.000	2.264.326.595
1. Financiados			54.180.000	253.520.000	622.237.700	14.962.500	126.400.000	
2. À Vista	80.739.831	3.096.494	8.180.000	63.380.000	266.673.300	3.547.500	90.200.000	1.735.674.518
- Moeda Corrente	8.073.816	309.547	8.180.000	63.380.000	266.673.300	3.547.500	90.200.000	955.572.790
- Moeda de Privatização	72.666.014	2.786.947						780.101.728
Ações de Acionistas Minoritários								528.652.077
Bolsa - Bloqueio Judicial							85.690.000	
II - Valor Repassado - BNDES	80.739.831	3.096.494	8.180.000	63.380.000	266.673.300	3.547.500	4.510.000	1.735.674.518
Acertos do BNDES	(55.553)	(3.021.227)	(1.136.815)	(4.158.497)	(13.787.752)	(3.547.500)	(2.950.964)	22.991.446
(-) Despesas	28.060	3.015.567	1.016.192	3.817.949	11.394.578	140.355	2.649.018	3.581.530
(-) Comissões	161.092	5.660	124.144	626.167	1.767.526	37.020	312.143	3.459.115
(+) Remuneração Extramercado	133.599		3.521	285.618			10.197	30.032.092
(-) Outros acertos <sup>a</sup>					625.648	3.370.125		
III - Valor Repassado - Alienantes	80.684.278	75.267	7.043.185	59.221.503	252.885.548		1.559.036	1.758.665.964
(+) Remuneração Extramercado								
IV - Ingressos no Tesouro	72.666.014	75.267	391.910	2.961.137	88.049.912			1.783.335.500
Data do Repasse	10.5.96	12.3.96	31.3.96	30.6.96	30.9.96			diversas
Em Moedas de Privatização:								
- Conta Cetip/STN (MOP)	72.666.014	75.267						50.379.936
Em Moeda Corrente:								
- Fonte 100					76.000.000			578.798.188
- Fonte 151								15.543.209
- Fonte 163			391.910	2.961.137	12.049.912			
- Fonte 167								
- Fonte 171								1.138.614.167
V - Destinação dos Recursos								
- Dívida Interna (Amortização)			391.910	2.961.137	12.049.912			
- Dívida Interna (Melhoria do Perfil)	72.666.014	75.267						50.379.936
- Dívida Externa					76.000.000			1.184.282.034
- Conta Única - Saldo a Aplicar								
- Valor Financiados			54.180.000	253.520.000	622.237.700	14.962.500	126.400.000	
- Outras	8.207.415	3.021.227	7.791.611	60.704.481	178.623.388	3.547.500	90.210.197	1.059.696.717

(continua)

(continuação)

	Light Empreg.	Deten	Polibrasil Leilão	EDN	Part. Minorit. Dec. 1.068/94	Total PND 1996 (A)	Ingressos Relativos a outros Exercícios (B)	Total 1996 (A)+(B)
Data do Leilão	Diversas	22/05/96	27/08/96	26/09/96	30/12/96			
Data da Liquidação Financeira	Diversas	22/05/96	03/09/96	09/10/96	06/01/97			
I - Valor Bruto	86.051.386	12.015.501	101.051.480	17.031.366	34.777.865	4.102.371.517		4.102.371.517
1. Financiados						1.071.300.200		1.071.300.200
2. À Vista	86.051.386	12.015.501	101.051.480	17.031.366	34.777.865	2.502.419.240		2.502.419.240
- Moeda Corrente	60.644.623	1.201.549	10.105.082	1.703.132	10.084.600	1.479.675.940		1.479.675.940
- Moeda de Privatização	25.406.763	10.813.951	90.946.398	15.328.234	24.693.265	1.022.743.300		1.022.743.300
Ações de Acionistas Minoritários						528.652.077		528.652.077
Bolsa - Bloqueio Judicial						85.690.000		85.690.000
II - Valor Repassado - BNDES	86.051.386	12.015.501	101.051.480	17.031.366	34.777.865	2.416.729.240		2.416.729.240
Acertos do BNDES	1.185.408	1.682	(438.291)	(235.301)	1.486.057	(3.667.307)		(3.667.307)
(-) Despesas	947.293	21.194	386.694	236.201	241.066	27.475.697		27.475.697
(-) Comissões	170.546	23.714	200.906	32.725		6.920.758		6.920.758
(+) Remuneração Extramercado	1.308.064	46.591	149.310	33.625	1.727.123	33.729.739		33.729.739
(-) Outros Acertos <sup>a</sup>	(995.182)					3.000.591		3.000.591
III - Valor Repassado - Alienantes	87.236.794	12.017.183	100.613.188	16.796.065	36.263.922	2.413.061.933		2.413.061.933
(+) Remuneração Extramercado								
IV - Ingressos no Tesouro	12.764.105	10.813.951	90.946.398	15.328.234		2.077.332.427	120.456.666	2.197.789.093
Data do Repasse	diversas	22.5.96	3.9.96	9.10.96			15.10.96	
Em Moedas de Privatização:								
- Conta Cetip/STN (MOP)	12.764.105	10.813.951	90.946.398	15.328.234		252.973.904		252.973.904
Em Moeda Corrente:								
- Fonte 100						654.798.188		654.798.188
- Fonte 151						15.543.209		15.543.209
- Fonte 163						15.402.959		15.402.959
- Fonte 167								
- Fonte 171						1.138.614.167	120.456.666	1.259.070.833
V - Destinação dos Recursos								
- Dívida Interna (Amortização)						15.402.959		15.402.959
- Dívida Interna (Melhoria do Perfil)	12.764.105	10.813.951	90.946.398	15.328.234		252.973.904		252.973.904
- Dívida Externa						1.260.282.034	120.456.666	1.380.738.701
- Conta Única - Saldo a Aplicar								
- Valor Financiados						1.071.300.200		1.071.300.200
- Outras	25.529.420	1.248.140	10.254.391	1.736.757	36.504.988	1.487.076.233		1.487.076.233

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND. Elaboração do autor.

Obs.:<sup>a</sup> BNDES - Outros acertos: . Light - acertos BNDES/Eletrobrás relativos a repasses de outros exercícios.

RFFSA/Sudeste - Valor referente a débito da Siderbrás.

RFFSA/T. Cristina - Valor depositado em juízo.

## ANEXO 14

**Ingressos Relativos a outros Exercícios em 1996: Destinação dos Recursos do PND — Posição de 31/12/96**

(Em R\$ 1)

	Escelsa Leilão / Empregados Sobras	Total
Data do Leilão	1995	
Data da Liquidação Financeira		
I - Valor Bruto		
1. Financiados		
2. À Vista		
- Moeda Corrente		
- Moeda de Privatização		
Ações de Acionistas Minoritários		
Bolsa - Bloqueio Judicial		
II - Valor Repassado - BNDES		
Acertos do BNDES		
(-) Despesas		
(-) Comissões		
(+ Remuneração Extramercado		
(-) Outros Acertos		
III - Valor Repassado - Alienantes		
(+ Remuneração Extramercado		
IV - Ingressos no Tesouro	120.456.666	120.456.666
Data do Repasse	15.10.96	15.10.96
Em Moedas de Privatização		
- Conta Cetip/STN (MOP)		
Em Moeda Corrente		
- Fonte 100		
- Fonte 151		
- Fonte 163		
- Fonte 167		
- Fonte 171	120.456.666	120.456.666
V - Destinação dos Recursos		
- Dívida Interna (Amortização)		
- Dívida Interna (Melhoria do Perfil)		
- Dívida Externa	120.456.666	120.456.666

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND. Elaboração do autor.

## ANEXO 15

### Alienações Realizadas e Destinações dos Recursos do PND em 1997 — Posição de 31/12/97

(Em R\$ 1)

	Light Empregados	Escelsa Sobras	CVRD Leilão	CVRD Empregados	RFFSA Nordeste Leilão	Codesp Leilão
Data do Leilão	Diversas	18.8.97	6.5.97	20.5.97	18.7.97	17.9.97
Data da Liquidação Financeira	Diversas	21.8.97	9.5.97	20.5.97	25.7.97	22.9.97
I - Valor Bruto	160.997.508	130.016.060	3.338.178.240	178.889.466	15.800.000	274.484.259
Valor Bruto						
a) Financiado					9.168.800	74.312.000
b) À Vista	160.997.508	130.016.060	3.199.974.496	178.889.466	6.631.200	200.172.259
- Moeda Corrente	112.913.702	130.016.060	3.199.974.496	178.889.466	6.631.200	200.172.259
- Moeda de Privatização	48.083.806					
Deduções ao Valor Bruto						
Ações de Acionistas Minoritários			138.203.744			
Bolsa - Desp./Valores Bloqueados		4.742.269			2.111.048	3.231.430
II - Valor Repassado - BNDES	160.997.508	125.273.791	3.199.974.496	178.889.466	4.520.152	196.940.829
Acertos do BNDES	2.302.228	3.432.968	(80.181.964)	(153.462)	(667.824)	
(-) Despesas	21.852	50.730	62.612.225	1.257.481	638.808	
(-) Comissões	321.965	249.460	6.352.446	352.750	29.016	
(+) Remuneração Extramercado	3.641.227	3.733.158	164.365	1.456.769		
(-) Outros Acertos <sup>a</sup>	995.182		11.381.659			
III - Valor Repassado - Alienantes	163.299.736	128.706.759	3.119.792.532	178.736.004	3.852.328	196.940.829
(+) Remuneração Extramercado		578.241				
IV - Ingressos no Tesouro	349.131.249	129.285.000	1.560.329.072	90.001.913		
Data do Repasse	Diversas	31.10.97	13.5 e 12.6.97	6.6.97		
Em Moedas de Privatização:						
- Conta Cetip/STN (Moedas de Privatização)	48.083.806					
Em Moeda Corrente:						
- Fonte 100	159.981.831					
- Fonte 129						
- Fonte 163			1.560.329.072	90.001.913		
- Fonte 167						
- Fonte 171	141.065.612	129.285.000				
V - Destinação dos Recursos						
- Dívida Interna (Amortização)			1.560.329.072	89.916.640		
- Dívida Interna (Melhoria do Perfil)	48.083.806					
- Dívida Externa	301.047.443	129.285.000				
- Conta Única - Saldo a Aplicar				85.273		
- Valor Financiado					9.168.800	74.312.000
- Outras <sup>c</sup>	(184.492.515)	5.042.459	1.778.013.533	90.344.321	6.631.200	200.172.259

(continua)



(continuação)

	Meridional Leilão/Empreg. e Sobras	Banda B <sup>b</sup> Leilão	Part. Minoritárias Dec. 1.068/94	Total PND 1997 (A)	Ingressos Relativos a outros Exercícios (B)	Total Geral 1997 (A+B)
Data do Leilão	4 e 10.12.97	Diversas	21.223,5 e 4.7.97			
Data da Liquidação Financeira	10.12.97	Diversas	26.228,5 e 9.7			
I - Valor Bruto	267.194.684	5.118.499.499	202.654.316	9.686.714.031		9.686.714.031
Valor Bruto						
a) Financiado	132.831.436	3.071.099.699		3.287.411.936		3.287.411.936
b) À Vista	134.363.248	2.047.399.800	202.654.316	6.261.098.352		6.261.098.352
- Moeda Corrente	13.441.488	2.047.399.800	162.268.037	6.051.706.507		6.051.706.507
- Moeda de Privatização	120.921.760		40.386.279	209.391.845		209.391.845
Deduções ao Valor Bruto				138.203.744		138.203.744
Ações de Acionistas Minoritários		530.777.578		540.862.324		540.862.324
Bolsa - Desp./Valores Bloqueados	134.363.248	1.516.622.222	202.654.316	5.720.236.028		5.720.236.028
II - Valor Repassado - BNDES	(8.952.931)		3.094.481	(81.126.504)		(81.126.504)
Acertos do BNDES	8.533.436		601.150	73.715.682		73.715.682
(-) Despesas	526.350		233.664	8.065.651		8.065.651
(-) Comissões	106.855		3.929.295	13.031.669		13.031.669
(+) Remuneração Extraarmado				12.376.840		12.376.840
(-) Outros Acertos <sup>a</sup>	125.410.317	1.516.622.222	205.748.797	5.639.109.523		5.639.109.523
III - Valor Repassado - Alienantes				578.241		578.241
(+) Remuneração Extraarmado	120.921.760	1.516.622.222	56.272.606	3.822.563.822	104.623.543	3.927.187.366
IV - Ingressos no Tesouro	10.12.97	10, 26 e 31.8.97	27.111.97		10,1 e 27.11.97	
Data do Repasse						
Em Moedas de Privatização:	120.921.760		40.386.279	209.391.845	24.693.265	234.085.110
- Conta Cetip/STN (Moedas de Privatização)						
Em Moeda Corrente:						
- Fonte 100				159.981.831		159.981.831
- Fonte 129				1.516.622.222	923.794	1.517.546.016
- Fonte 163		1.516.622.222		1.650.330.985	1.559.036	1.651.890.021
- Fonte 167			15.886.327	15.886.327	77.447.448	93.333.775
- Fonte 171				270.350.612		270.350.612
V - Destinação dos Recursos						
- Dívida Interna (Amortização)	120.921.760	936.463.179	56.272.606	2.707.630.650	102.140.713	2.707.630.650
- Dívida Interna (Melhoria do Perfil)				104.356.412		206.497.125
- Dívida Externa				430.332.443		430.332.443
- Conta Única - Saldo a Aplicar	132.831.436	547.390.993		547.476.266	2.482.831	549.959.097
- Valor Financiados	13.548.343	3.071.099.699		3.287.411.936		3.287.411.936
- Outras <sup>c</sup>		563.545.628	150.311.005	2.623.116.233		2.623.116.233

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND. Elaboração do autor.

Obs.:

<sup>a</sup> Outros acertos:

- Light - acertos BNDES/Eletrôbrás relativos a repasses de outros exercícios.

- CVRD - despesas do BNDES: R\$ 11.381.658,60 — cobrada indevidamente da RFFSA (Malha Sudeste) e ressarcida pelo Tesouro Nacional.

<sup>b</sup> Resultado da Banda B - inclui o resultado da Área 2 (definido após decisão do Superior Tribunal de Justiça) que só foi liquidado em 1998.

<sup>c</sup> Os valores negativos indicam utilização de outros recursos.

## ANEXO 16

### Ingressos Relativos a outros Exercícios em 1997: Destinação dos Recursos do PND — Posição de 31/12/97

(Em R\$ 1)

	Eletróbrás Light	RFFSA	Petroquisa Lei 8.031/90 Diversos	Participações Minoritárias Dec. 1.068/94	Total
Data do Leilão				30.12.96	
Data da Liquidação Financeira			1.9.97	6.1.97	
I - Valor Bruto					
Valor Bruto					
a) Financiado					
b) À Vista					
- Moeda Corrente					
- Moeda de Privatização					
Deduções ao Valor Bruto					
Ações de Acionistas Minoritários					
Bolsa - Desp./Valores Bloqueados					
II - Valor Repassado - BNDES					
Acertos do BNDES					
(-) Despesas					
(-) Comissões					
(+ Remuneração Extramercado					
(-) Outros Acertos					
III - Valor Repassado - Alienantes					
(+ Remuneração Extramercado					

(continua)

(continuação)

	Eletróbrás Light	RFFSA	Petroquisa Lei 8.031/90 Diversos	Participações Minoritárias Dec. 1.068/94	Total
IV - Ingressos no Tesouro	185.831.514	2.482.831	68.958.421	33.182.292	104.623.543
Data do Repasse	diversas		1.9.97	27.11.97	
Em Moedas de Privatização:					
- Conta Cetip/STN (Moedas de Privatização)				24.693.265	24.693.265
Em Moeda Corrente:					
- 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
V - Destinação dos Recursos					
- 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
- Fistel/Anatel					
- Conta Única - Saldo a Aplicar		2.482.831			2.482.831

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND. Elaboração do autor.

Obs.: Valores em moeda corrente depositados no Bacen em favor da Petroquisa, que foram permutados por NTN-P.

## ANEXO 17

### Alienações Realizadas e Destinações dos Recursos do PND em 1998 — Posição de 31/12/98

	Codesa Capuaba C. de Paul	Banda B Áreas 3,4,5,6 e 8	Sistema Telebrás	Tecon 1 Sepetiba CDRJ	Gerasul Leilão	Gerasul Ações Remanescentes
Data do Leilão	6 e 13.5.98	diversas	29.7.98	3.9.98	15.9.98	30.12.98
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
I - Valor Bruto	40.716.852	3.278.461.886	22.057.000.932	92.965.000	945.703.000	95.710.000
Valor Bruto						
a) Financiado	33.454.722	1.918.780.799	13.234.200.534	53.965.000		81.353.500
b) À Vista	7.262.130	1.359.681.086	8.822.800.398	39.000.000	945.703.000	14.356.500
- Moeda Corrente	7.262.130	1.359.681.086	8.822.800.398	39.000.000	945.703.000	14.356.500
- Moeda de Privatização						
Deduções ao Valor Bruto						
Ações de Acionistas Minoritários						
Bolsa - Desp./Valores Bloqueados	7.262.130			46.483		
II - Valor Repassado - BNDES		1.359.681.086	8.822.800.398	38.953.518	945.703.000	14.356.500
Acertos do BNDES			(22.800.398)		(4.999.164)	(8.283.280)
(-) Despesas			14.832.760		691.164	8.140.270
(-) Comissões			4.408.521		1.890.946	190.570
(-) Outros Acertos			3.559.117		7.307.107	
(+) Remuneração Extramercado					4.890.052	47.559
III - Valor Repassado - Alienantes		1.359.681.086	8.800.000.000	38.953.518	940.703.836	6.073.220
(+) Remuneração Extramercado						
IV - Ingressos no Tesouro		1.335.461.086	8.800.000.000		890.344.552	
Data do Repasse		10 e 20.4	5.8.98		1 e 30.10,29.12.98	
Em Moedas de Privatização:						
- Conta Cetip/STN (Moedas de Privatização)						
Em Moeda Corrente:						
- Fonte 100						
- Fonte 129		1.335.461.086				
- Fonte 159						
- Fonte 163			8.800.000.000		860.399.292	
- Fonte 167					29.945.260	
- Fonte 171						
- Fonte 189						
V - Destinação dos Recursos						
- Dívida Interna (Amortização)		1.335.461.086	8.800.000.000		845.242.065	
- Dívida Interna (Melhoria do Perfil)					29.945.260	
- Dívida Externa						
- Conta Única - Saldo a Aplicar					15.157.227	
- Valor Financiado	33.454.722	1.918.780.799	13.234.200.534	53.965.000		
- Outras	7.262.130	24.220.000	19.241.281	39.000.000	52.941.393	6.073.220

(continua)

(continuação)

	Participações Minoritárias Dec. 1.068/94	Terminal Roll-on Roll-off	CDRJ Angra dos Reis	Malha Paulista	Total PND 1998 (A)	Ingressos Relativos a outros Exercícios (B)	Total Geral 1998 (A+B)
Data do Leilão	Diversas	3.11.98	5.11.98	10.11.98			
Data da Liquidação Financeira	Diversas	10.11.98	10.11.98	17.11 e 10.12.98			
I - Valor Bruto	496.127.426	31.560.000	9.393.900	245.046.900	27.292.685.896		27.292.685.896
Valor Bruto							
a) Financiada	496.127.426	15.265.000	6.393.900	186.702.400	15.530.115.856		15.530.115.856
b) À Vista	494.490.551	16.295.000	3.000.000	58.344.500	11.762.570.040		11.762.570.040
- Moeda Corrente							
- Moeda de Privatização	1.636.875	16.295.000	3.000.000	58.344.500	11.760.933.165		11.760.933.165
Deduções ao Valor Bruto					1.636.875		1.636.875
Ações de Acionistas Minoritários							
Bolsa - Desp./V alores Bloqueados	13.529.215			51.996.033	72.833.860		72.833.860
II - Valor Repassado - BNDES	482.598.211	16.295.000	3.000.000	6.348.467	11.689.736.180		11.689.736.180
Acertos do BNDES	401.216			(1.686.959)	(37.368.585)		(37.368.585)
(-) Despesas	295.926			723.461	24.683.580		24.683.580
(-) Comissões	964.612			486.145	7.940.792		7.940.792
(-) Outros Acertos	1.661.753			515.806	11.382.029		11.382.029
(+) Remuneração Extramercado	482.999.428	16.295.000	3.000.000	38.452	6.637.817		6.637.817
III - Valor Repassado - Alieníantes							
(+) Remuneração Extramercado							
IV - Ingressos no Tesouro							
Data do Repasse							
- Ingressos no Tesouro	346.487.865			4.661.508	11.652.367.595		11.652.367.595
Em Moedas de Privatização:							
- Conta Cetip/STN (Moedas de Privatização)	1.581.587			2.353.191	11.374.646.695	2.729.099.707	14.103.746.402
Em Moeda Corrente:							
- Fonte 100	11.598.601				1.581.587		1.581.587
- Fonte 129							
- Fonte 159							
- Fonte 163	1.142.263			2.353.191	11.598.601		11.598.601
- Fonte 167	304.161				1.337.814.277	2.710.991.268	4.048.805.545
- Fonte 171	271.820.759				1.142.263		1.142.263
- Fonte 189	60.040.495				9.660.399.292	4.488.557	9.664.887.849
V - Destinação dos Recursos					30.249.421	7.935.898	38.185.319
- Dívida Interna (Amortização)					271.820.759	5.683.984	277.504.743
- Dívida Interna (Melhoria do Perfil)	1.885.748				60.040.495		60.040.495
- Dívida Externa	344.602.118				10.983.056.342	650.732.649	11.633.788.991
- Conta Única - Saldo a Aplicar					31.831.008	7.935.898	39.766.906
- Valor Financiada	151.301.314	15.265.000	6.393.900	186.702.400	344.602.118	5.683.984	350.286.101
- Outras		16.295.000	3.000.000	55.513.956	15.157.227		15.157.227
					15.448.762.356		15.448.762.356
					374.848.293	2.064.747.176	2.439.595.470

Fonte - STN/MF. Relatórios do PND. Elaboração do autor.

## ANEXO 18

### Ingressos Relativos a outros Exercícios em 1998: Destinação dos Recursos do PND — Posição de 31/12/98

(Em R\$ 1)

	Banco Meridional <sup>a</sup>	Banco do Brasil MYDFA <sup>b</sup>	Banda B Áreas 1,2,7,9,10	Eletrobrás Escelsa	RFFSA	Total
Data do Leilão						
Data da Liquidação Financeira						
I - Valor Bruto						
Valor Bruto						
a) Financiado						
b) À Vista						
- Moeda Corrente						
- Moeda de Privatização						
Deduções ao Valor Bruto						
Ações de Acionistas Minoritários						
Bolsa - Desp./Valores Bloqueados						
II - Valor Repassado - BNDES/Fistel						
Acertos do BNDES						
(-) Despesas						
(-) Comissões						
(-) Outros Acertos						
(+ Remuneração Extramercado						
III - Valor Repassado - Alienantes						
(+ Remuneração Extramercado						

(continua)

(continuação)

	Banco Meridional <sup>a</sup>	Banco do Brasil MYDFA <sup>b</sup>	Banda B Áreas 1,2,7,9,10	Eletrobrás Escelsa	RFFSA	Total
IV - Ingressos no Tesouro	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	
Em Moedas de Privatização:						
- Conta Cetip/STN (Moedas de Privatização)						
Em Moeda Corrente:						
- 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						
V - Destinação dos Recursos						
- 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						
- Outras			2.061.593.316		3.153.860	2.064.747.176

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND. Elaboração do autor.

<sup>a</sup> Banco Meridional - liquidação financeira ocorreu em dez./97, mas os recursos só ingressaram na Conta Única em jan./98.

<sup>b</sup> 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 19

### Alienações Realizadas e Destinações dos Recursos do PND em 1999 — Posição de 31/12/99

(Em R\$ 1)

	Empresas- Espelho Áreas I e IV	Empresas- Espelho Área III	Telebrás 1ª/2ª Venda Emp. Sobras	Gerasul 1ª/2ª Venda Empregados	Datamec	Datamec Venda e Sobras Empregados
Data do Leilão	15.1.99	23.4.99			23.6.99	
Data da Liquidação Financeira	21.1 e 4.2	5.5.99	9.4 e 7.6.99	diversas	29.6.99	diversas
I - Valor Bruto	115.000.000	70.000.000	503.566.025	1.128.812	83.650.000	4.405.122
Valor Bruto	115.000.000	70.000.000	503.566.025	1.128.812	83.650.000	4.405.122
a) Financiado	69.000.000	42.000.000	211.599.323		50.190.000	
- Amortizado (Inclui Juros)			210.717.699			
b) À Vista	46.000.000	28.000.000	291.966.702	1.128.812	33.460.000	4.405.122
- Moeda Corrente	46.000.000	28.000.000	291.966.702	1.128.812	33.460.000	4.405.122
- Moeda de Privatização						
Deduções ao Valor Bruto						
Ações de Acionistas Minoritários						
Bolsa - Desp./Valores Bloqueados						
II - Valor Repassado - BNDES	46.000.000	28.000.000	502.684.402	1.128.812	33.460.000	4.405.122
Acertos do BNDES			1.921.412	18.951	(1.258.461)	(254.884)
(-) Despesas			1.590.439	3.235	1.209.529	266.010
(-) Comissões			98.523	530	165.458	8.325
(-) Outros Acertos						
(+) Remuneração Extramercado			3.610.375	22.716	116.526	19.451
III - Valor Repassado - Aliantes	46.000.000	28.000.000	504.605.814	1.147.763	32.201.539	4.150.238
(+) Remuneração Extramercado				3.870	838.547	19.386
IV - Ingressos no Tesouro			317.657.814	1.151.633	33.040.085	4.169.624
Data do Repasse			31.5,30.6/diversas	9.6 e 12.8	26.8.99	13.8 e 30.9
Em Moedas de Privatização:						
- Conta Cetip/STN (Moedas de Privatização)						
Em Moeda Corrente:						
- Fonte 100						
- Fonte 129						
- Fonte 159						
- Fonte 163						
- Fonte 167						
- Fonte 171						
- Fonte 189						
Em Títulos:						
V - Destinação dos Recursos						
- Dívida Interna (Amortização)			317.657.814	1.058.474		
- Dívida Interna (Melhoria do Perfil)				93.159	33.040.085	4.169.624
- Dívida Externa						
- Conta Única - Saldo a Aplicar						
- Outras	46.000.000	28.000.000	186.948.000			

(continua)



(continuação)

	Empresas- Espelho Áreas II	Participações Minoritárias Dec. 1.068/94	Codeba	Total PND 1999 (A)	Ingressos Relativos a Outros Exercícios (B)	Total Geral 1999 (A+B)
Data do Leilão		Diversas	21.12.99			
Data da Liquidação Financeira	27.8.99	Diversas	27.12.99			
I - Valor Bruto	100.000	121.056.582	37.641.666	936.548.208		936.548.208
Valor Bruto	100.000	121.056.582	37.641.666	936.548.208		936.548.208
a) Financiados			27.422.976	400.212.299		400.212.299
- Amortizado (Inclui Juros)				210.717.699		210.717.699
b) À Vista	100.000	121.056.582	10.218.690	536.335.909		536.335.909
- Moeda Corrente	100.000	120.940.618	10.218.690	536.219.945		536.219.945
- Moeda de Privatização		115.964		115.964		115.964
Deduções ao Valor Bruto						
Ações de Acionistas Minoritários			188.321	2.222.659		2.222.659
Bolsa - Desp./Valores Bloqueados		2.034.338		2.222.659		2.222.659
II - Valor Repassado - BNDES	100.000	119.022.244	10.030.369	744.830.949		744.830.949
Acertos do BNDES		(2.936.969)		(2.509.951)		(2.509.951)
(-) Despesas		3.210.755		6.279.968		6.279.968
(-) Comissões		24.862		297.699		297.699
(-) Outros Acertos						
(+) Remuneração Extramercado		298.648		4.067.716		4.067.716
III - Valor Repassado - Alienantes	100.000	116.085.275	10.030.369	742.320.997		742.320.997
(+) Remuneração Extramercado				861.803		861.803
IV - Ingressos no Tesouro		15.462.414		371.481.570	13.090.355.387	13.461.836.957
Data do Repasse		diversas				
Em Moedas de Privatização:						
- Conta Cetup/STN (Moedas de Privatização)					115.001.678	115.001.678
Em Moeda Corrente:						
- Fonte 100						
- Fonte 129						
- Fonte 159					3.343.634.604	3.343.634.604
- Fonte 163						
- Fonte 167		13.510.773		332.227.062	1.760.806.417	2.093.033.479
- Fonte 171		1.951.640		39.254.508	5.376.939	44.631.448
- Fonte 189						
Em Títulos:						
V - Destinação dos Recursos						
- Dívida Interna (Amortização)		13.510.773		332.227.062	13.338.552.890	13.670.779.952
- Dívida Interna (Melhoria do Perfil)		1.951.640		39.254.508	5.376.939	44.631.448
- Dívida Externa						
- Conta Única - Saldo a Aplicar						
- Outras	100.000	100.622.861	10.030.369	371.701.230	300.681.655	672.382.885

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND. Elaboração do autor.

## ANEXO 20

### Ingressos Relativos a outros Exercícios em 1999: Destinação dos Recursos do PND — Posição de 31/12/99

(Em R\$ 1)

	RFFSA Diversos	Gerasul Ações Remanescentes	Gerasul Ações Remanescentes	Banda B Áreas 3,4,6 1998	Banda B Área 2 1997	Banda B Áreas 5,8 1998
Data do Leilão			30.12.98			
Data da Liquidação Financeira			15.6.99			7.4 e 29.11
I - Valor Bruto			81.353.500			228.692.433
Valor Bruto						
a) Financiado						
b) À Vista			81.353.500			
- Moeda Corrente			81.353.500			
- Moeda de Privatização						
Deduções ao Valor Bruto						
Ações de Acionistas Minoritários						
Bolsa - Desp./Valores Bloqueados						
II - Valor Repassado - BNDES			81.353.500			228.692.433
Acertos do BNDES						
(-) Despesas						
(-) Comissões						
(-) Outros Acertos						
(+ Remuneração Extramercado			668.040			
III - Valor Repassado - Alienantes		6.073.220	82.021.540			228.692.433
(+ Remuneração Extramercado		70.550	134.447			
IV - Ingressos no Tesouro	8.188.012	6.143.770	82.155.987	588.296.561	345.448.219	
Data do Repasse	Diversas	18.1 e 25.8	30.6 e 25.8	31.3 e 10.4	31.3	
Em Moedas de Privatização:						
- Conta Cetip/STN (Moedas de Privatização)						
Em Moeda Corrente:						
- Fonte 100						
- Fonte 129	8.188.012			588.296.561	345.448.219	
- Fonte 159						
- Fonte 163		5.636.235	77.293.708			
- Fonte 167		507.535	4.862.279			
- Fonte 171						
- Fonte 189						
Em Títulos:						
V - Destinação dos Recursos <sup>b</sup>						
- Dívida Interna (Amortização)	8.188.012	5.636.235	77.293.708	588.296.561	345.448.219	
- Dívida Interna (Melhoria do Perfil)		507.535	4.862.279			
- Dívida Externa						
- Conta Única - Saldo a Aplicar						
- Outras						228.692.433

(continua)

(continuação)

	Banda B Área 9 1997	Telebrás Antecipações Leilão <sup>a</sup>	Sistema Telebrás 2ª Parcela	Amortização do Meridional (1997)	Motocar Dec. 1.068/94 1998	Total
Data do Leilão						
Data da Liquidação Financeira						
I - Valor Bruto						
Valor Bruto					27.1.98	
a) Financiado				16.8.99	27.1.98	
b) À Vista	71.989.222				4.722	382.039.877
- Moeda Corrente						
- Moeda de Privatização				5.863.420		5.863.420
Deduções ao Valor Bruto				126.968.016	4.722	208.326.239
Ações de Acionistas Minoritários				11.966.338	4.722	93.324.560
Bolsa - Desp./Valores Bloqueados				115.001.678		115.001.678
II - Valor Repassado - BNDES						
Acertos do BNDES						
(-) Despesas						
(-) Comissões	71.989.222			126.968.016	4.722	509.007.893
(-) Outros Acertos					2.404	2.404
(+) Remuneração Extramercado						
III - Valor Repassado - Alienantes						
(+) Remuneração Extramercado	71.989.222			126.968.016	2.404	670.443
IV - Ingressos no Tesouro					7.126	515.751.556
Data do Repasse						204.997
Em Moedas de Privatização:						
- Conta Cetip/STN (Moedas de Privatização)		7.865.535.748	4.067.611.948	126.968.016	7.126	13.090.355.387
Em Moeda Corrente:			30.722.848 e 24.9	16,8 e 16,11	3.11.99	
- Fonte 100				115.001.678		115.001.678
- Fonte 129						
- Fonte 159						
- Fonte 163						
- Fonte 167			2.401.701.813			3.343.634.604
- Fonte 171						
- Fonte 189			1.665.910.135	11.966.338	7.126	1.760.806.417
Em Títulos:						
V - Destinação dos Recursos <sup>b</sup>						
- Dívida Interna (Amortização)						
- Dívida Interna (Melhoria do Perfil)		7.865.535.748				7.865.535.748
- Dívida Externa						
- Conta Única - Saldo a aplicar		8.119.110.191 <sup>(2)</sup>	4.067.611.948	126.968.016		13.338.552.890
- Outras					7.126	5.376.939
	71.989.222					300.681.655

Fonte: STN/MF. Relatórios do PND. Elaboração do autor.

<sup>a</sup> Telebrás - operação de antecipação de valores financiados com a utilização de títulos da dívida mobiliária, a valores atualizados para a data de realização das operações (31.3.99 e 28.6.99).

<sup>b</sup> Os valores dos títulos foram atualizados para as datas de amortização da dívida mobiliária (31.3.99 e 28.6.99).

## ANEXO 21

### Ajuste Privatização — 1996

Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	Em R\$ Milhões
1996			
Junho	Moedas de Privatização - Governo Central	Privatização da Ligth e Deten	- 797
Julho	Debêntures - Empresas Estatais	Abatimento de Debêntures da Eletrobrás junto ao BNDES	- 263
Outubro	Moedas de Privatização - Governo Central	Privatização da Polibrasil	- 90
Total			-1.150

### Ajuste Privatização — 1997

Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	Em R\$ Milhões
1996	Saldo		-1 150
1997			
Março	Moedas de Privatização — Governo Central	Securitização de Dívidas e Privatização da Light	- 43
Maio	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
Junho	Títulos Públicos Federais — Governo Central	Privatização da CVRD e Light	- 418
Julho	Dívida Mobiliária Líquida — Governos Estaduais e Municipais	Privatização da CEG e Riogás	- 622
Agosto	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
Setembro	Dívida Bancária — Governos Estaduais e Municipais	Privatização da Cachoeira Dourada	- 380
	Dívida Mobiliária Líquida — Governos Estaduais e Municipais	Privatização da Cachoeira Dourada	- 400
Outubro	Dívida Mobiliária Líquida	Privatização da Ceee	- 472
	Dívida Bancária — Governos Estaduais e Municipais	Privatização da Ceee	-2 753
Novembro	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
Dezembro	Títulos Públicos Federais	Privatização do Meridional	- 4
	Dívida Bancária — Governos Estaduais e Municipais	Privatizações da Cosern, Energiepe 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
Total			-17 796

(continua)

(continuação)

### Ajuste Privatização — 1998

Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	Em R\$ Milhões
1997	Saldo		-17 796
1998			
Fevereiro	Dívida Bancária - Governos Estaduais e Municipais	Privatização da Conerj	- 33
Abril	Dívida Bancária - Governos Estaduais e Municipais	Privatização da Coelce	- 987
	Dívida Bancária - Governos Estaduais e Municipais	Privatização da Eletropaulo Metropolitana	-2 027
Junho	Dívida Bancária - Governos Estaduais e Municipais	Privatização da CRT	-1 176
	Dívida Bancária - Governos Estaduais e Municipais	Privatização da Sanepar	- 250
Julho	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 - Estaduais Estaduais	Transferência de Dívida da CRT para o Setor Privado	- 24
Agosto	Dívida Mobiliária fora do BCB	Privatização do Sistema Telebrás	-3 520
Setembro	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Amortização da Conta Gráfica com Recursos da Privatização do BEMGE	- 523
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Amortização da Conta Gráfica com Recursos da Privatização da 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
Novembro	Dívida Bancária - Governos Estaduais	Privatização do Bandepe (PE)	- 183
	Dívida Bancária - Governos Estaduais	Privatização da Menezes Côrtes (RJ)	- 80
Total			-30 650

### Ajuste Privatização — 1999

Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	Em R\$ Milhões
1998	Saldo		-30 650
1999			
Março	Dívida Mobiliária fora do BCB	Privatização do Sistema Telebrás (Antecipação da 3ª Parcela)	-1 554
Abril	Dívida Bancária - Empresas Estaduais Estaduais	Privatização da Comgás	-1 638
Maio	Dívida Bancária - Empresas Estaduais Estaduais	Privatização da Comgás	- 133
Junho	Dívida Mobiliária fora do BCB	Privatização do Sistema Telebrás (Antecipação da 2ª Parcela)	-1 610
	Dívida Bancária - Governos Estaduais	Privatização do Baneb (BA)	- 260
Agosto	Dívida Mobiliária fora do BCB	Privatização do Sistema Telebrás (Antecipação da 2ª Parcela)	-1 601
	Dívida Bancária - Governos Estaduais	Privatização da Cesp - Paranapanema	-1 239
Novembro	Dívida Bancária - Governos Estaduais	Privatização da Cesp - Tietê	- 938
Total			-39 623

Fonte: Bacen/MF.

## ANEXO 22

### Ajuste Patrimonial — 1996

Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	Em R\$ Milhões
1996			
Janeiro	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	15
Fevereiro	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	85
Março	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	21
Abril	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	206
Maio	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	2 632
	Títulos Públicos Federais - Governo Central	Capitalização do Banco do Brasil <sup>a</sup>	7 999
	Dívida Bancária - Empresas Estatais	Clearing Dívida de Itaipu com Banespa	-1 500
Junho	Carteira de Fundos - Governo Central	Liquidação dos Bancos Comind e Auxiliar	3 712
	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	31
	Dívida Bancária - Empresas Estatais	Clearing Tesouro Nacional, BNDES e F. Marinha Mercante	410
Julho	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	876
	<i>Dívida Bancária Líquida - Governo Central</i>	<i>Privatização da Light</i>	- 901
Agosto	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	16
Setembro	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	98
Outubro	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	433
	Dívida Bancária - Empresas Estatais	Clearing Itaipu, Eletronorte e SFN	- 455
Novembro	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	1 109
	<i>Dívida Bancária - Governos Estaduais e Municipais</i>	<i>Privatização da CERJ</i>	- 595
Dezembro	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	1 114
	Previdência Social - Governo Central	Clearing BB, CEF e INSS	320
	Dívida Externa	Ajuste Metodológico - Acumulado no Ano <sup>b</sup>	517
Total			16 142

(continua)

(continuação)

### Ajuste Patrimonial — 1997

Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	Em R\$ Milhões
1996	Saldo		16 142
1997			
Fevereiro	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	140
Março	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida e Privatização da 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
Junho	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	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
Setembro	Moedas de Privatização - Governo Central	Assunção de Dívida 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
Outubro	Carteira de Fundos	Exclusão dos Conselhos de Fiscalização de Profissões Liberais da Estatística (MP 1.549-35, de 09.10.97)	7
	Aviso MF-30	Liquidação Siderbrás	2 981
	Aviso MF-30	Liquidação Siderbrás	-3 003
Novembro	Títulos Públicos Federais	Emissão de NTN-P	1 150
	Moedas de Privatização	Securitização de Dívida Agrícola	1 180
Dezembro	Moedas de Privatização	Securitização de Dívida	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>b</sup>	2 531
Total			18 789

(continua)

(continuação)

## Ajuste Patrimonial — 1998

Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	Em R\$ Milhões
1997	Saldo		18 789
1998			
Janeiro	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	2 530
	Renegociação de Dívida - Governo Central	Subsídio Lei 9.496/97 - BA e CE	91
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - BA e CE	- 91
Março	Moedas de Privatização - Governo Central	Ajustes de Certificados de Privatização	- 117
	Renegociação de Dívida - Governo Central	Subsídio Lei 9.496/97 - SE	57
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - 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
Maiο	Renegociação de Dívida - Governo Central	Subsídio Lei 9.496/97 - ES	54
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - ES	- 54
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Ajuste dos Bancos Públicos Estaduais (Proes) - RO	549
Junho	Moedas de Privatização - Governo Central	Emissão de DVR	399
	Renegociação de Dívida - Governo Central	Subsídio Lei 9.496/97 - MG	2 399
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - MG	-2 399
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Ajuste dos Bancos Públicos Estaduais (Proes) - MG e BA	4 283
Julho	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Ajuste dos Bancos Públicos Estaduais (Proes) - MG	478
Agosto	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 Aplicações 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 9.496/97 (MT/PE/RN)	202
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 (MT/PE/RN)	- 202
Setembro	Renegociação de Dívida - Governo Central	Subsídio Lei 9.496/97 - SC	54
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - SC	- 54
Outubro	Renegociação de Dívida - Governo Central	Subsídio Lei 9.496/97 - GO	333
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - GO	- 333

(continua)



(continuação)

Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	Em R\$ Milhões
Novembro	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida - 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 9.496/97 - RS	2 513
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - RS	-2 513
	Renegociação de Dívida - Governo Central	Subsídio Lei 9.496/97 - MS	205
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - 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
	Dezembro	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida - FCVS
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 9.496/97 - MA	66
Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais		Subsídio Lei 9.496/97 - MA	- 66
Renegociação de Dívida - Governo Central		Subsídio Lei 9.496/97 - AL	109
Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais		Subsídio Lei 9.496/97 - AL	- 109
Dívida Externa - Empresas Estatais Federais		Reconhecimento de Créditos Externos	-2 904
Dívida Externa	Ajuste Metodológico - Acumulado no Ano <sup>a</sup>	2 605	
Total			36 609

(continua)

### Ajuste Patrimonial — 1999

Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	Em R\$ Milhões
1998	Saldo		36 609
1999			
Janeiro	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 9.496/97 - PA	69
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - PA	- 69

(continua)

(continuação)

Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	Em R\$ Milhões
Fevereiro	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 9.496/97 - PR	167
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - PR	- 167
	Renegociação de Dívida - Governo Central	Subsídio Lei 9.496/97 - RR	2
Março	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - RR	- 2
	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
Abril	Moedas de Privatização - Governo Central	Renegociação de Dívida do Estado do RJ	100
Maio	Renegociação de Dívida - Governo Central	Subsídio Lei 9.496/97 - PB	79
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - PB	- 79
Junho	Moedas de Privatização - Governo Central	Renegociação de Dívida 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
	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	1 202
	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida - FCVS	119
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Ajuste dos Bancos Públicos Estaduais (Proes) - PR	137
Julho	Dívida Bancária - Empresas Estatais Estaduais	Reconhecimento de Depósitos Judiciais da Cesp	- 285
	Dívida Bancária - Governos Estaduais	Reclassificação de Dívida Bancária	2 052
	Dívida Bancária - Governos Estaduais	Inclusão de Debêntures	493
Agosto	Dívida Bancária - Empresas Estatais Federais	Inclusão de Debêntures	1 071
	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 Dívida	747
Outubro	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Ajuste dos Bancos Públicos Estaduais (Proes) - AM	364
	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	

(continua)

Período	Item Sensibilizado	Tipo de Ocorrência	Em R\$ Milhões
Dezembro	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida - RFFSA	1 319
	Moedas de Privatização - Governo Central	Securitização de Dívida	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 9.496/97 - RJ	3 543
	Renegociação dos Estados - Governos Estaduais e Municipais	Subsídio Lei 9.496/97 - RJ	-3 543
	Dívida Externa	Ajuste Metodológico - Acumulado no Ano <sup>a</sup>	29 511
Total			80 135

Fonte: Bacen/MF.

<sup>a</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>b</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 23**

### **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 Instituições Financeiras  
Créditos do BCB (Lei 8.727/93)  
Carteira de Fundos  
Demais Contas do BCB  
Previdência Social  
Renegociação com os Estados  
(Lei 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 9.496/97)

Empresa Estatais  
Federais  
Dívida Bancária  
Depósitos à Vista  
Dívida com Empreiteiros e Fornecedores  
Debêntures  
Carteira de Títulos Públicos das Empresas Estatais  
Aviso MF-30

Estaduais  
Dívida Bancária  
Depósitos à Vista  
Carteira de Títulos Públicos das Empresas 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 24

**Resultado Consolidado de Vendas do PND — 1991-1999**

(Atualizado pelo IGP-DI para Dezembro de 1999)

(Em 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	24/10/91	1.461	369	1.830	3.070
	Usiminas	21/09/94	481		481	715
	CSN	02/04/93	1.285	533	1.818	2.485
	CSN	03/03/94	210		210	241
	Açominas	10/09/93	599	122	720	955
	Acesita	22/10/92	465	232	698	1.139
	Cosipa	20/08/93	360	884	1.244	1.866
	Cosipa	23/06/94	226		226	483
	CST	16/07/92	347	484	831	1.380
	CST	26/10/94	6		6	9
	Piratini	14/02/92	107	2	109	180
	Cosinor	14/11/91	14	-	14	22
	Cosinor	16/03/92	1		1	2
	Total			5.561	2.626	8.188
Petroquímica	Copesul	15/05/92	797	9	806	1.352
	Copesul	01/11/93	31		31	37
	Copesul	17/06/94	34		34	67
	PQU	24/01/94	288	41	328	489
	Copene	15/08/95	270	475	746	1.024
	Petroflex	10/04/92	234	21	255	431
	Salgema	05/10/95	139	44	183	256
	CPC	29/09/95	100	61	161	224
	Polibrasil	27/08/96	99	12	112	151
	Poliolefinas	19/03/93	87	-	87	137
	Polipropileno	01/02/96	81	5	86	117
	Álcalis	15/07/92	81	6	87	143
	Pronor	05/12/95	64	35	98	136
	PPH	29/09/92	59	35	94	162
	Polisul	11/09/92	57	131	188	285
	Oxiteno	15/09/93	54	2	56	77
	Politeno	18/08/94	45	28	73	112
	Nitrocarbono	05/12/95	30	8	37	51
	Nitriflex	06/08/92	26	9	35	53
	Coperbo	16/08/94	26	6	32	50
	Ciquine	17/08/94	24	6	30	48
	Polialden	17/08/94	17	2	18	29
	EDN	26/09/96	17	-	17	23
	Acrinor	12/08/94	12	1	13	20
	Deten	22/05/96	12	-	12	16
	Cbe	03/12/92	11	-	11	16
	Koppol	01/02/96	3	67	70	96
	CQR	05/10/95	2	-	2	2
	CBP	05/12/95	-	-	-	-
	Total			2.699	1.003	3.701
Fertilizantes	Ultrafertil	24/06/93	206	20	226	358
	Fosfertil	12/08/92	182	44	226	355
	Goiasfertil	08/10/92	13	9	22	33
	Arafertil	15/04/94	11	2	13	17
	Indag	23/01/92	7	-	7	12
Total			418	75	494	775

(continua)

## PRIVATIZAÇÃO, DÍVIDA E DÉFICIT PÚBLICOS NO BRASIL

(continuação)

Setor	Empresa	Data da Venda	Resultado da Venda (US\$)	Dívidas Transf. (US\$)	Resultado Total (US\$)	Resultado Total (R\$)	
Elétrico	Escelsa	11/07/95	400	2	402	544	
	Escelsa	18/08/97	119		119	163	
	Light Sesa	21/05/96	2.271	586	2.857	3.875	
	Light Sesa	09/05/97	238		238	319	
	Gerasul	15/09/98	801	1.082	1.883	2.686	
	Gerasul - Remanescentes	30/12/98	79		79	115	
	Gerasul - 1ª Venda Func.	26/04/99	1		1	1	
	Gerasul - 2ª Venda Func.	24/05/99	0		0	0	
	Gerasul - 2ª Venda Func.	28/07/99	0		0	0	
	Total			3.909	1.670	5.579	7.703
Ferroviário	RFFSA (Malhas)						
	Oeste	05/03/96	63	-	63	87	
	Centro-Oeste	14/06/96	316	-	316	426	
	Sudeste	20/09/96	871	-	871	1.181	
	Tereza Cristina	22/11/96	18	-	18	24	
	Sul	13/12/96	209	-	209	284	
	Nordeste	18/07/96	15	-	15	18	
	Malha Paulista	10/11/98	206	-	206	297	
Total			1.697	-	1.697	2.317	
Mineração	CVRD	06/05/97	3.299	3.559	6.858	9.200	
	Caraíba	28/07/94	6	-	6	10	
	Total			3.305	3.559	6.864	9.210
Portuário	Tecon-1 (Codesp)	17/09/97	251	-	251	341	
	Capuaba (Codesa)	13/05/98	26	-	26	36	
	Cais de Paul (Codesa)	20/05/98	9	-	9	13	
	Sepetiba (CDRJ)	03/09/98	79	-	79	112	
	Porto do Rio (CDRJ)	03/11/98	26	-	26	38	
	Angra dos Reis (CDRJ)	05/11/98	8	-	8	11	
	P. de Salvador (Codeba)	27/12/99	21	-	21	38	
	Total			420	-	420	590
Telecomunicações	Banda B - Área 1	09/07/97	2.453	-	2.453	3.310	
	Área 2	08/08/97	1.223	-	1.223	1.660	
	Área 3	31/03/98	1.327	-	1.327	1.821	
	Área 4	06/04/98	457	-	457	629	
	Área 5	07/04/98	729	-	729	1.003	
	Área 6	14/04/98	315	-	315	434	
	Área 7	04/06/97	314	-	314	421	
	Área 8	27/11/98	51	-	51	73	
	Área 9	09/07/97	232	-	232	313	
	Área 10	08/08/97	512	-	512	695	
	Subtotal - Banda B			7.613	-	7.613	10.360
	Sistema Telebrás						
	Telefonia Fixa/Longa Distância	29/07/98	11.970	-	11.970	16.800	
	Telefonia Celular - Banda A	29/07/98	6.974	-	6.974	9.788	
	Telebrás - Empregados - 1ª	09/04/99	287	-	287	547	
	Telebrás - Empregados - 2ª	09/04/99	6	-	6	11	
	Telebrás - Sobras	07/06/99	1	-	1	3	
	Subtotal - Telebrás			19.239	2.125	21.364	27.149
	Espelho - Área I	15/01/99	41	-	41	71	
	- Área IV	15/01/99	38	-	38	65	
	- Área III	05/05/99	42	-	42	78	
	- Área II	27/08/99	0	-	0	0	
	Subtotal - Empresas-espelho			120	-	120	215
Total			26.971	2.125	29.096	37.724	
Financeiro	Banco Meridional-BMB	04/12/97	239	-	239	324	
	BMB-Oferta Empregados	04/12/97	1	-	1	1	
	Total			240	-	240	325

(continua)

## PRIVATIZAÇÃO, DÍVIDA E DÉFICIT PÚBLICOS NO BRASIL

(continuação)

Setor	Empresa	Data da Venda	Resultado da Venda (US\$)	Dívidas Transf. (US\$)	Resultado Total (US\$)	Resultado Total (R\$)		
Outros	Embraer	07/12/94	192	263	455	635		
	Celma	01/11/91	91	5	96	135		
	Mafersa	11/11/91	49	1	49	76		
	SNBP	14/01/92	12	-	12	20		
	Datamec	23/06/99	47	-	47	93		
	Datamec-Oferta Empregados	23/08/99	2	-	2	5		
	Datamec-Sobras	20/09/99	0	-	0	0		
	Total		393	268	662	963		
	Total Parcial		45.614	11.326	56.940	77.761		
	Em %		80%	20%	100%	100%		
	Leilões		10/11/94	109	-	109	150	
			11/11/94	16	-	16	22	
			14/11/94	152	-	152	210	
			01/12/94	39	-	39	54	
			12/12/94	18	-	18	25	
		Participações Minoritárias Decreto 1.068/94		15/12/94	7	-	7	10
				16/12/94	55	-	55	76
				30/12/96	33	-	33	46
				21/02/97	46	-	46	62
				23/05/97	109	-	109	147
	04/07/97		35	-	35	46		
	16/04/98		94	-	94	130		
	28/04/98		147	-	147	203		
	08/05/98		179	-	179	247		
	17/07/98		0	-	0	0		
	28/10/98	0	-	0	0			
	07/12/98	1	-	1	2			
	06/07/99	1	-	1	2			
	16/08/99	0	-	0	0			
	29/10/99	7	-	7	14			
	19/11/99	54	-	54	105			
	29/11/99	0	-	0	0			
Diversas - Total			1.102	-	1.102	1.554		
Total Geral			46.716	11.326	58.042	79.315		
Em %			80	20	100	100		

Fontes: BNDES e Anatel.

Obs.:

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



**ANEXO 25****Características dos Principais Títulos Competitivos Emitidos pelo Tesouro Nacional (1995-1999), NTN-P e NTN-H<sup>73</sup>***1) 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>74</sup> calculado sobre o valor nominal e pago no resgate do título. As LFT têm prazo mínimo de 28 dias.

*2) 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. 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.

*3) Notas do Tesouro Nacional Série D — NTN-D*

São títulos utilizados para o refinanciamento da DPMFi-TN. Sua taxa de juros é de 6% a.a., 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 três 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.

*4) Notas do Tesouro Nacional Série S — NTN-S*

São títulos utilizados para o refinanciamento da DPMFi-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 21 dias e rendimento pós-fixado. O rendimento, no primeiro período, é definido pelo deságio sobre o valor nominal e, no segundo, pela taxa Selic acumulada a partir da data estabelecida para início deste período e calculada sobre o valor nominal. Tem

<sup>73</sup> As LFT, LTN, NTN-D e NTN-S são títulos competitivos. As NTN-P e NTN-H são títulos não-competitivos.

<sup>74</sup> Taxa média dos financiamentos apurados no Sistema de Liquidação e Custódia (Selic) para títulos públicos federais, divulgada pelo Banco Central.

resgate no vencimento, pelo valor nominal acrescido do rendimento relativo ao segundo período. Atualmente, encontram-se fora de circulação, com todos os papéis resgatados.

5) *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 DPMFi-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 15 anos, a contar da data da liquidação financeira da alienação ocorrida no âmbito do PND. Sua taxa de juros é de 6% a.a., 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.

6) *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.

## **BIBLIOGRAFIA**

ABREU, M. P., WERNECK, R. L. F. *Privatization and regulation in Brazil: the 1990-92 policies and the challenges ahead*. Rio de Janeiro: PUC, 1993 (Texto para Discussão, 300).

ANDIMA. Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. *Moedas de privatização*. Rio de Janeiro, 1995 (Estudos Especiais).

ARMSTRONG, M., COWAN, S., VICKERS, J. *Regulatory reform: economic analysis and British experience*. Cambridge, MA: MIT Press, 1994.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim do Banco Central do Brasil*. Brasília, vários números.

\_\_\_\_\_. *Notas para a Imprensa*, Brasília, vários números.

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, 1989 (IMF Occasional Paper, 59).
- . *Notas para a Imprensa*, Brasília, 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, D. Welfare effects of privatizing public enterprises. In: BÖS, D., ROSE, M., 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: Presidência da República, 1995.
- BUITER, W. H. *A guide to public sector debt and deficit*. Economic Policy, 1985.
- CANDOY-SEKSE, R., PALMER, A. R. *Techniques of privatization of state-owned enterprises: methods and implementation*. Washington, D.C.: World Bank, 1988 (World Bank Technical Paper, 90).
- CARVALHO, J. C. J. A execução financeira do Tesouro como indicador limitado da situação das finanças públicas. In: MEYER, A. *Finanças públicas: ensaios selecionados*. Brasília, DF: IPEA/Fundap, p. 209-261, 1997.
- CHU, K., HEMMING, R. *Public expenditure handbook: a guide to public policy issues in developing countries*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1992.
- 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, out. 1994.
- GIAMBIAGI, F. *Necessidades de financiamento do setor público: bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil — 1991/96*. Rio de Janeiro: BNDES, mar. 1997 (Texto para Discussão, 53).
- 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*. Bruxelas: De Boeck Université, 1995.
- HACHETTE, D. *The fiscal impact of privatization in Chile*. Santiago de Chile: Centro Internacional para el Desarrollo Económico, 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, p. 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, 1988 (Dissertação de Mestrado).
- LIMA, E. C. P. *Empresas estatais, retorno de investimento e ajuste fiscal: a privatização é um bom negócio para o governo?* Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional/MF, 1998 (2º Prêmio STN de Monografia).
- MACKENZIE, G. A. *The macroeconomic impact of privatization*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1997 (IMF Paper on Policy Analysis and Assessment).
- MANSOOR, A. M. *The budgetary impact of privatization*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1987 (IMF Working Paper, 68).
- MARCEL, M. Privatization y finanzas publicas: el caso de Chile, 1985-88. *Coleccion Estudios Cieplan*, Santiago de Chile, n. 26, p. 5-60, jun. 1989.
- MELLO, M. F. Privatização e ajuste fiscal no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 24, n. 3, p. 445-518, dez. 1994.
- NANKANI, H. *Techniques of privatization of state-owned enterprises: selected country case studies*. Washington, D.C.: World Bank, 1988 (World Bank Technical Paper, 89).
- OHANA, E. F. *Défict público*. Notas de Aula do Curso de Jornalistas, Brasília: FGV mar. 2000, mimeo.

- OSBORNE, D. G. T. *Reinventando o governo: como o espírito empreendedor está transformando o setor público*: 7ª ed. Brasília: MH Comunicação, 1995.
- PASSANEZI FILHO, R. *Saneamento financeiro e privatização da siderurgia brasileira*. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 1992 (Dissertação de Mestrado).
- . Impactos fiscais da privatização: aspectos conceituais e análise do caso brasileiro. In: MEYER, A. *Finanças públicas: ensaios selecionados*. Brasília, DF: IPEA/Fundap, p. 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, 1998 (Tese de Doutorado).
- PEGO FILHO, B., LIMA, E. C. P., PEREIRA, F. *Privatização, ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil*. Brasília, DF: IPEA, set. 1999 (Texto para Discussão, 668).
- PINHEIRO, A. C. *No que deu, afinal, a privatização?* Rio de Janeiro: BNDES, maio 1996 (Texto para Discussão, 40).
- PINHEIRO, A. C., GIAMBIAGI, F. *Brazilian privatization in the 1990s*. Rio de Janeiro: IPEA, 1993 (Texto para Discussão, 323).
- . *Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil*. Rio de Janeiro: BNDES, jan. 1996 (Texto para Discussão, 34).
- PINHEIRO, A. C., LANDAU, E. *Privatização e dívida pública*. Rio de Janeiro: BNDES, maio 1995 (Texto para Discussão, 29).
- PINHEIRO, A. C., SCHNEIDER, B. R. *The fiscal impact of privatization in Latin America*. Rio de Janeiro: IPEA, out. 1994 (Texto para Discussão 354).
- PINHEIRO, M. M. S. *Dívida mobiliária federal e impactos fiscais*. Brasília: IPEA, jan. 2000 (Texto para Discussão, 700).
- PRADO, S. 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, 1994 (Tese de Doutorado).
- RAMALHO, V. Revendo a variedade de conceitos de déficit público. In: MEYER, A. *Finanças públicas: ensaios selecionados*. Brasília: IPEA/Fundap, p. 39-149, 1997.

- SILVA, V. A. *O impacto da privatização sobre a dívida pública*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional/MF, 1998 (2º Prêmio STN de Monografia).
- STN. Secretaria do Tesouro Nacional. *Relatório anual de atividades*. Brasília: STN/MF, vários números, 1997-1999.
- . *Relatório do Programa Nacional de Desestatização*. Brasília: STN/MF, vários números.
- VELLOSO, R. *Déficit federal: evolução recente e perspectivas*, Brasília: Enap, Notas de Aula, 1997, mimeo.
- . *Déficit nominal, privatização e ajuste patrimonial*. Brasília: Enap, Notas de Aula, 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, p. 111-132, Spring 1991.
- WERNECK, R. L. F. *Empresas estatais e política macroeconômica*. Rio de Janeiro: Campus, 1987.
- . Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 19, n. 2, p. 277-308, ago. 1989.
- WORLD BANK. *Infrastructure for development*. Washington, D.C.: World Bank, World Development Report, 1994.
- WRIGHT, V. Privatization in Western Europe: pressures and paradoxes, social change. *Social change in Western Europe*. St. Martin's Press Inc., 1994.
- YARROW, G. Privatization in theory and practice. *Economic Policy*, v. 2, p. 324-364, 1986.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)