

4
BCME.DOAÇÃO

IMPACTO FISCAL DO PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO

FRANCISCO DE ASSIS OLIVEIRA CAMPOS

BCME-BIBLIOTECA

FORTALEZA - CEARÁ

1997

BIBLIOTECA - 1997

IMPACTO FISCAL DO PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO

FRANCISCO DE ASSIS OLIVEIRA CAMPOS

BCME - BIBLIOTECA



Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Economia , como requisito parcial para obtenção do grau de mestre.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ

FORTALEZA - 1997

Esta Dissertação foi submetida como parte dos requisitos necessários a obtenção do Grau de Mestre em Economia, outorgado pela Universidade Federal do Ceará, e encontra-se a disposição dos interessados na Biblioteca Central da referida Universidade.

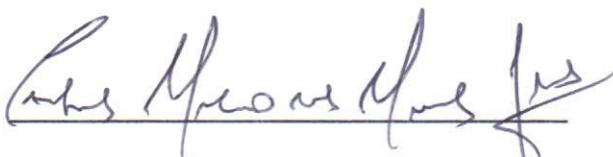
A citação de qualquer trecho desta Dissertação é permitida, desde que seja feita de conformidade com as normas da ética científica.



Francisco de Assis Oliveira Campos

DISSERTAÇÃO APROVADA EM 04/12/97

BCME - BIBLIOTECA



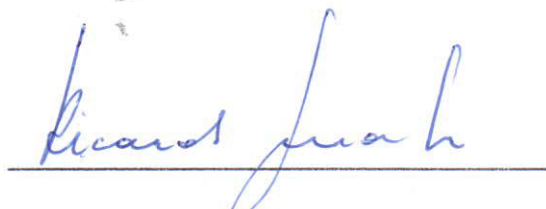
Prof. Carlos Magno dos Mendes Lopes

(Orientador da Dissertação)



Prof. Emerson Luís Lemos Marinho

(Membro da Banca Examinadora)



Prof. Ricardo Régis Saunders Duarte

(Membro da Banca Examinadora)

Aos meus pais, aos meus irmãos,
a Rosângela Campos e ao Felipe Campos.

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Carlos Magno Lopes, Orientador da Dissertação, pelos seus inestimáveis comentários, críticas e sugestões.

Aos Prof. Ricardo Régis, Emersom Marinho e Paulo Neto, por toda atenção dedicada.

Ao Curso de Mestrado em Economia - CAEN/UFC, seus professores, alunos, servidores e bibliotecários.

À Secretaria do Tesouro Nacional, especialmente à Coordenação-Geral de Administração da Dívida Pública.

Ao Valdery Albuquerque, Ana Albuquerque, Tarcísio Godoy, Vanessa Lage e Paulo Vale.

RESUMO

A presente dissertação de mestrado tem a finalidade de mostrar o impacto fiscal do Programa Nacional de Desestatização, considerando um modelo originado a partir da Necessidade de Financiamento do Setor Público. O referido modelo tem como variáveis o fluxo do pagamento de juros da dívida pública, o aumento da arrecadação tributária do governo federal, a transferência de investimento para o setor privado, a assunção de dívidas do processo de saneamento das empresas estatais e o fluxo de dividendos. A principal conclusão do estudo é que as privatizações realizadas no período 1992 a 1996 impactaram de forma modesta as contas públicas, entretanto, com base nas estimativas elaboradas a partir do modelo mencionado acima, encontra-se que o programa irá proporcionar ganhos significativos sobre as contas públicas, provocando um impacto fiscal anual positivo em torno de 1,1% do PIB, ao longo do período de 1997 ao ano 2002.

ABSTRACT

The present thesis has as its main objective the evaluation of the fiscal impact of the Brazilian Program of Privatisation, considering the need to finance the Public Sector Borrowing Requirements (PSBR). The PSBR, as defined in this thesis, comprises the following variables: the current of payment of interest from public debt, the increase of tributary levy of federal government, the transference of investment toward the private sector, the assumption of arrears of state companies and current of bonus. A principal conclusion of this study is that the privatisation achieved in the period of 1992 to 1996, resulted in a modest impact on the public debt. In addition, it was found that the Privatisation Program will produce a positive net fiscal inflow to the government of around 1,1% of Gross Domestic Product (GDP) from the period of 1997 to the year 2002.

SUMÁRIO

	Página
INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1: Política Fiscal nos Processos de Estabilização das Economias	4
I) Considerações Sobre a Mensuração do Déficit Público	5
II) A Dinâmica da Dívida e as Políticas de Estabilização	8
a) A Abordagem de Sargent/Wallace Sobre Política Fiscal	11
b) A Abordagem de Simonsen Sobre a Relação Dívida/Produto	16
c) Teoria Política do Déficit Público: Uma Abordagem Alternativa	20
CAPÍTULO 2: Aspectos Institucionais do Programa Nacional de Desestatização	26
I) Considerações Gerais Sobre Privatização	26
II) Breve Histórico da Privatização no Brasil	29
III) O Programa Nacional de Desestatização e o Enfoque Fiscal	31
IV) Alguns Resultados do PND	55
CAPÍTULO 3: Impacto Fiscal do Programa Nacional de Desestatização	62
I) Modelo de Mensuração do Impacto Fiscal	62
II) Mensuração dos Impactos Fiscais das Variáveis	69
III) Consolidando o Impacto Fiscal	105
CONCLUSÃO	111
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	113
ANEXOS	

RELAÇÃO DOS QUADROS

	Página
Quadro 1: Privatizações Realizadas no Mundo entre 1980 a 1992	27
Quadro 2: Alguns Resultados das Privatizações Anteriores a 1990	31
Quadro 3: Transferências de Recursos do Tesouro Nacional Para as Estatais	32
Quadro 4: Avaliação das Siderúrgicas Brasileiras	44
Quadro 5: Tempo Decorrido Para Privatização de Algumas Estatais	46
Quadro 6: Receitas por Moeda do Programa de Privatização	56
Quadro 7: Comparativo da Arrecadação do PND por Moedas	57
Quadro 8: Resultado Distribuído por Compradores	58
Quadro 9: Empresas Incluídas no PND em Fase de Avaliação	61
Quadro 10: Patrimônio Líquido e Preço de Venda de Algumas Empresas do Setor Siderúrgico	67
Quadro 11: Receitas e Composição das Moedas de Privatização	70
Quadro 12: Patrimônio Líquido da União nas Holdings	71
Quadro 13: Impacto Fiscal das Receitas de Privatização	72
Quadro 14: Impacto Fiscal da Assunção da Dívida	75
Quadro 15: Investimentos das Empresas Estatais Federais	76
Quadro 16: Transferências de Investimento - Empresas já Privatizadas	80
Quadro 17: Investimentos Transferidos e o Impacto Fiscal - por período	81
Quadro 18: Investimentos dos Três Grupos - período 1990 a 1997	82
Quadro 19: Transferência de Investimentos e o Seu Impacto Fiscal	82
Quadro 20: Transferência de Investimentos e Impacto Fiscal - consolidado	83
Quadro 21: Rentabilidade Média das Empresas Privatizadas - siderurgia	87

(continuação)

Quadro 22: Rentabilidade Média de Empresas Privatizadas - petroquímica	87
Quadro 23: Rentabilidade do Setor Elétrico (anterior a privatização)	88
Quadro 24: Impacto Fiscal do Incremento da Arrecadação - por setor	88
Quadro 25: Arrecadação Tributária e Impacto Fiscal - setor de siderurgia	89
Quadro 26: Arrecadação Tributária e Impacto Fiscal - setor petroquímico	90
Quadro 27: Arrecadação Tributária e Impacto Fiscal - setor elétrico	90
Quadro 28: Rentabilidade Patrimonial das Três Holdings	91
Quadro 29: Rentabilidade Patrimonial Setorial	92
Quadro 30: Arrecadação Tributária Líquida	92
Quadro 31: Aumento da Arrecadação Tributária e o Impacto Fiscal	93
Quadro 32: Dividendos Recolhidos ao Tesouro Nacional - 1993/1995	94
Quadro 33: Dividendos Recolhidos ao Tesouro Nacional - 1988/1992	95
Quadro 34: Lucro Líquido Anual de Algumas Estatais e Sua Destinação	96
Quadro 35: Rentabilidade das Empresas Privadas e Estatais no Brasil	98
Quadro 36: Retorno dos Dividendos em Relação ao Patrimônio Líquido	101
Quadro 37: Estimativa da Perda do Fluxo de Dividendos -setor petroquímico	103
Quadro 38: Estimativa do Impacto do Fluxo de Dividendos - Holdings	104
Quadro 39: Estimativa da Perda do Fluxo de Dividendos - consolidado	105
Quadro 40: Impacto Fiscal em Relação à NFSP - consolidado	108
Quadro 41: Valor Atual do Impacto Fiscal na NFSP	109
Quadro 42: Composição dos Resultados Fiscais	111
Quadro 43: Necessidade de Financiamento do Setor Público	112

INTRODUÇÃO

Do ponto de vista fiscal, existem muitas digressões sobre a contribuição do programa brasileiro de privatização. Normalmente, os estudos procuram mensurar o impacto fiscal pela relação receita de privatização e estoque da dívida pública, com base no conceito de Dívida Líquida do Setor Público - DLSP, medido pelo Banco Central do Brasil. Os resultados apresentados não têm sido significativos, pois para uma DLSP de US\$ 253.994 milhões, saldo de dezembro de 1996, e receita de privatização esperada, incluindo as vendas a serem realizadas, em torno de 44 bilhões de dólares, o impacto da redução da relação dívida/produto é de apenas 15,80 %. Por isso, a privatização teria o mérito de apenas reduzir a velocidade de crescimento da relação dívida/produto e não implicaria necessariamente numa reestruturação do passivo governamental.

Entretanto, do ponto de vista de uma política de estabilização, deve-se analisar os efeitos da privatização sobre o fluxo das contas públicas. Neste caso, o conceito adequado seria a Necessidade de Financiamento do Setor Público - NFSP, visto que ele se origina da execução financeira do Governo Federal (consolidado) e incorpora as variáveis que são impactadas quando da transferência das empresas para o setor privado, tais como, fluxo de dividendos, arrecadação tributária, investimentos, juros da dívida assumida e juros da dívida pública. Além disso, essa medida de déficit público é bastante utilizada pelos agentes econômicos para analisar a posição fiscal de uma

economia, quando da tomada de decisões econômicas e formação de expectativas.

Em vista disso, apresenta-se nessa dissertação um modelo que incorpora as variáveis que compõem a execução financeira do Governo Federal e que são alteradas pelo processo de privatização, no qual pretende-se mostrar que os efeitos fiscais da privatização vão além da redução do estoque da dívida pública e que, numa situação de estabilização fiscal, os resultados são bastantes representativos.

Especificamente, estuda-se os resultados fiscais já obtidos pelo Programa Nacional de Desestatização - PND e estima-se os ganhos fiscais futuros, enfatizando que entre 1992 a 1996 os efeitos são modestos, mas que a privatização das grandes holdings (CVRD, Telebrás, Eletrobrás), a partir de 1997, trará benefícios fiscais expressivos para o período 1997 a 2002.

O escopo da dissertação compõe-se de três capítulos, sendo que o primeiro capítulo abordará os aspectos teóricos da política fiscal, ante um programa de estabilização, buscando assim uma interface com os resultados fiscais da privatização. No segundo capítulo, enfoca-se o lado institucional do Programa Nacional de Desestatização, mostrando a sua operacionalização e os seus resultados gerais. Por fim, no terceiro capítulo, desenvolve-se o modelo de medição do impacto, definindo suas variáveis e as suas correlações econômicas e financeiras. Ainda neste capítulo, mede-se (e estima-se) o impacto fiscal das variáveis, consolidando os seus efeitos no programa de estabilização, principalmente quanto à direção(positiva ou negativa) e à

dimensão do impacto fiscal e a sua contribuição para o Plano Real (programa de estabilização do governo brasileiro).

CAPÍTULO I

A POLÍTICA FISCAL NOS PROCESSOS DE ESTABILIZAÇÃO DAS ECONOMIAS

Neste capítulo serão levantados alguns aspectos fundamentais relativos à política fiscal, principalmente os concernentes ao déficit público à luz de políticas de estabilização econômica. Especificamente, a finalidade dessas considerações teóricas é mostrar os fundamentos das políticas fiscais em busca da eficácia, enquanto instrumento de política de estabilização, isto é, destacar os mecanismos de transmissão que ajudam a entender os efeitos do déficit público sobre o conjunto das variáveis macroeconômicas. Com isso, pretende-se fazer uma interface entre a análise empírica da dissertação, cujo objetivo é medir os impactos fiscais do programa de privatização brasileiro, e as teorias que substanciam a adoção das políticas fiscais num contexto de estabilização econômica.

Inicialmente, far-se-á uma breve consideração sobre a metodologia de cálculo do déficit público e suas implicações sobre a economia, destacando-se as diversas formas de suas medições. Na seção seguinte, a dinâmica da dívida e as políticas de estabilização serão abordadas em três enfoques: Sargent/Wallace (1981), Simonsen (1983) e Alesina (1988). Nessa seção enfatiza-se as políticas fiscais e o seu papel nos processos de estabilização, bem como os efeitos do déficit orçamentário sobre as variáveis econômicas, taxas de juros e nível de preços. Neste caso, será verificado como o financiamento do déficit se transmite na economia, considerando uma dada restrição orçamentária do governo.

I - CONSIDERAÇÕES SOBRE A MENSURAÇÃO DO DÉFICIT PÚBLICO

Os economistas do Fundo Monetário Internacional, Blejer and Cheasty (1993), Tanzi (1993) , bem como muitos outros economistas, como Eisner (1989), Buitter (1993) defendem a importância da política fiscal em processos de estabilização econômica, mas que as dificuldades metodológicas na medição do déficit tem originado críticas, tendo em vista que o déficit convencional é uma medida deficiente da contribuição do governo à demanda agregada, pois existem despesas ou receitas que não são incorporadas a essa medida, principalmente as relacionadas às transações "quasi-fiscais"¹. Isto é, o excesso de demanda agregada originada pelo setor público, pode não estar sendo convenientemente medido². Segundo Blejer/Cheasty (1990), as políticas fiscais nem sempre alcançam os objetivos do governo, tendo em vista que as medidas convencionais do déficit não refletem de forma correta os verdadeiros limites orçamentários do setor público. Seguem nessa seção algumas considerações que fundamentam o método adotado para medição do déficit, bem como os principais conceitos das medidas e as suas correlações com as variáveis macroeconômicas.

A tendência predominante tem sido ver o déficit como uma medida resultante das transações do governo durante um único período orçamentário. Contudo, o déficit fiscal deve ser definido para um setor público com determinada cobertura, ou seja, especificar o tamanho do setor público; ademais, deve identificar o horizonte temporal relevante para se determinar o tamanho do déficit.

¹ Quasi-fiscais são operações realizadas pelo Banco Central não ligadas especificamente à política monetária: gestão de subsídios explícitos, resgates de setores em dificuldade e outros. Argumenta-se que essas operações quasi-fiscais assemelham-se a outras atividades orçamentárias e devem ser incluídas em medida globalizante do balanço do setor público, ver Blejer/Cheasty(1993).

² Segundo Buitter(1983), as medidas de déficit convencional omitem elementos tais como, valor real dos ativos públicos e das obrigações originadas dos preços relativos, das variações taxa de câmbio e das flutuações do valor presente da carga tributária futura.

A conceituação mais convencional de déficit fiscal é aquela que mede a diferença entre as despesas de caixa total do governo, inclusive despesas com juros, mas excluindo as amortizações sobre o estoque pendente da dívida pública, e as receitas totais em dinheiro, inclusive receitas tributárias e não tributárias e doações, excluindo receita de endividamento (inclusive empréstimos direto junto ao Banco Central)³ - ver Blejer/Cheasty (1993).

A principal variante do déficit convencional é a Necessidade de Financiamento do Setor Público - NFSP (Public Sector Borrowing Requirements - PSBR), que mede o uso dos recursos financeiros pelo governo menos os pagamentos de dívida contraídas anteriormente. Embora originado do déficit convencional, é a melhor medida da dimensão do impacto fiscal sobre a demanda agregada, pois cobre as três esferas de governo (federal, estadual e municipal, inclusive administração descentralizada: autarquias, fundações públicas, empresas de economia mista e empresa pública).

Normalmente, a Necessidade de Financiamento do Setor Público - NFSP é visto por duas vertentes: déficit operacional e o déficit primário. O déficit primário atribui peso zero aos pagamentos de juros do orçamento (juros nominais e reais). Mede como as ações correntes melhoram ou pioram o endividamento líquido do setor público e é importante para avaliar a sustentabilidade dos déficits governamentais. O déficit primário evidencia a verdadeira direção da política fiscal, sem a "contaminação" da política monetária (juros) ou inflação (correção monetária), ademais é útil ainda para isolar o efeito dos déficits passados (amortizações) sobre o resultado presente. Como se verifica, o déficit primário tem um papel especial, já que os juros afetam o montante da dívida pública dos períodos seguintes, independentemente dos outros gastos e da receita. Diante disso, os juros são um mecanismo pelo qual a dívida cresce por si mesmo - ver Ramalho (1997). Daí a utilidade do déficit primário para se analisar a sustentabilidade do endividamento a longo prazo, através de financiamento por dívida.

³ De acordo com as normas do FMI, o déficit é medido sobre o regime de caixa (cash basis).

Já o déficit operacional é o resultado primário acrescido dos juros reais líquidos pagos sobre a dívida pública, isto é, atribui-se peso zero a porção dos pagamentos dos juros induzidos pela inflação (correção monetária e correção cambial). A função do déficit operacional é medir o acréscimo líquido real de endividamento do setor público, em um dado exercício fiscal, desconsiderando o efeito da inflação sobre o estoque indexado de dívida pública, desde que não exista "ilusão monetária" entre os agentes econômicos. Como se verifica, o déficit operacional exclui os pagamentos dos juros induzidos pela inflação, no pressuposto de que eles se assemelham a pagamentos de amortização, em seus efeitos sobre a economia, ou seja, que não representam "moeda nova" para quem os recebe e são voluntariamente reinvestidos em obrigações do governo, nas condições existentes de mercado, não afetando, portanto, o nível de demanda agregada em termos reais⁴.

Existem dois métodos de cálculo da Necessidade de Financiamento do Setor Público - NFSP: "abaixo da linha" e "acima da linha". O método acima da linha passou a ser adotado no Brasil a partir de 1985, quando o Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas - IPEA, passou a medir a NFSP pela ótica de formação do déficit, ou seja, pelo resultado consolidado dos fluxos de receitas e despesas. Esse método coleta as informações sobre o fluxo de receitas e despesas do setor público não financeiro: execução financeira do Tesouro Nacional, fluxo de receitas e despesas da previdência social, créditos orçamentários (restos a pagar), resultados do Banco Central e as transferências às empresas estatais.

Já o método "abaixo da linha" utiliza-se da variação dos saldos da dívida pública entre dois pontos no tempo, ou seja, é o financiamento das despesas não cobertas por recursos tributários ou patrimoniais (dividendos). Conforme observado, os dois métodos devem produzir resultados iguais.

⁴ Além da concepção teórica divergente quanto à aceitação ou não da existência da "ilusão monetária, o déficit operacional tem um problema técnico de medição que é a escolha do índice de preços.

Por fim, cabe mencionar a assertiva de Tanzi (1993) sobre os diversos conceitos de déficit público (ou déficit fiscal), bem como em relação as suas implicações econômicas: “ Each could be justified for some use; none is useful for all uses. The conclusion must be that it is difficult to measure precisely the impact of fiscal policy on aggregate demand, inflation, and other macroeconomic variables.” . Vale lembrar que o Fundo Monetário Internacional recomenda aos países associados, a adoção do Public Sector Borrowing Requirements - PSBR, como medida de déficit fiscal.

II - A DINÂMICA DA DÍVIDA E AS POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO

O mecanismo de transmissão das políticas fiscais ocorre através da atuação do governo sobre as variáveis da sua restrição orçamentária. Normalmente, a restrição orçamentária do governo é apresentada como

$$dt = g - t + rd_{t-1} = (M - M_{t-1}) + (B - B_{t-1}) \quad (1)$$

onde dt denota a razão déficit/produto, g são os gastos em relação ao produto, t a arrecadação tributária em relação ao produto, r os juros dos títulos públicos (bonds), M representa a base monetária e B a emissão de títulos públicos.

Portanto, a lógica do governo é administrar a sua dívida com vistas a amortecer os efeitos negativos do financiamento do déficit, para isso ele deve ter estratégias de ação para cada uma das variáveis da restrição orçamentária, inclusive uma política de tributação compatível com a economia, ou seja, uma

política de taxação ótima⁵, já que, relativamente, a adoção de uma política de corte de gastos públicos encontra mais resistência para ser implementada⁶. Ressalta-se que a venda de ativos (reforma patrimonial) tem se tornado uma política alternativa para redução do déficit público em diversos países. Como referência dessas políticas alternativas têm os programas de privatizações da Inglaterra, do Chile, da Argentina, do Brasil e outros⁷.

A apresentação do déficit orçamentário em relação ao produto, conforme equação 1, mencionada acima, a priori, implica de imediato que deve-se negligenciar os preceitos fundamentos teóricos da equivalência

⁵ As principais contribuições sobre a estrutura ideal da tributação e os seus efeitos sobre a economia deve-se a Ramsey(1927), que estudou os efeitos sobre a renda da tributação sobre o consumo para um único consumidor e, a Samuelson(1951), que formalizou a teoria de Ramsey. Atualmente, destaca-se a teoria da tributação ótima (optimal taxation) desenvolvida por Lucas/Stokey(1983) e Barro(1979). A "optimal taxation" se fundamenta nas hipóteses de que o aumento nas taxas marginais dos impostos incorre em custos para a economia, isto é, os impostos assumem caráter distorcivos(distortionary), à medida que os mesmos atuam sobre os preços relativos da economia, principalmente sobre salário, lazer e consumo. A base microeconômica dos estudos sobre a estrutura de tributação se consubstancia no efeito substituição em relação ao efeito renda decorrentes da alteração das alíquotas tributárias, principalmente sobre a relação trabalho/lazer. Um incremento na alíquota do imposto de renda da pessoa física, aumenta o preço do lazer em relação ao salário, porém a decisão econômica quanto a realocação entre horas trabalhadas e lazer dependerá da força de domínio entre os efeitos substituição e renda. Esses efeitos atuam em direções opostas, enquanto no efeito substituição, o aumento do imposto pode induzir a uma redução das horas trabalhadas(aumento nas horas de lazer), o efeito-renda leva a um aumento nas horas trabalhadas(redução da horas de lazer) para compensar a perda de renda disponível.

Com vistas a reduzir as distorções da tributação sobre a economia, bem como delinear uma teoria ótima de tributação, Barro(1979) defende um nivelamento da tributação no tempo "Tax smoothing over time", isto é, o governo deveria adotar uma tributação constante independentemente da situação de déficit ou superávit orçamentário. Essa teoria visa mostrar uma estrutura adequada de tributação na economia em resposta aos movimentos cíclicos do déficit orçamentário, pois em época de recessão (ou guerra) o déficit tende a ser alto, mas no período de prosperidade (ou paz), o déficit tende a ser baixo ou inexistir. A alíquota constante no tempo, permitiria o governo obter superavit no período de prosperidade o suficiente para financiar o aumento dos gastos no período recessivo, devido ao incremento das transferências para o setor privado. Em estudo realizado com base na política tributária americana, no período pós 1ª guerra até 1983, Barro(1990) encontra que as políticas adotadas seguem a lógica do nivelamento tributário no tempo.

⁶ No caso específico do Brasil, as resistências são de caracteres partidário, corporativista e institucional. Acrescenta-se, ainda, as despesas vinculadas constitucionalmente, a dificuldade de alocação da despesas nos setores essenciais do país e a falta de controle dos gastos públicos, o que repercute sobre a eficiência e a eficácia dos gastos.

⁷ Ver capítulo II desta dissertação de mestrado.

ricardiana⁸, visto que a análise da relação dívida/produto sustenta que o financiamento por dívida repercute sobre as taxas de juros e sobre a inflação. Por trás desse método existem várias vertentes teóricas, que vão desde os aspectos político partidário até as derivações teóricas das expectativas racionais, visto que o financiamento via emissão de títulos se torna insustentável à medida que o déficit permanente aumenta a relação dívida/produto de forma espetacular, como consequência o governo para evitar que a taxa de juros suba, a um nível tal que inviabilize o monitoramento da política monetária e ainda iniba os investimentos⁹, ou ainda repercute sobre a sua base política de sustentação no poder, poderá preferir a monetização da dívida ou um ajuste fiscal. Sob o ponto de vista das expectativas racionais, o mecanismo de transmissão ocorre na medida em que os agentes econômicos percebem que o governo não suportará os encargos financeiros da dívida e que haverá

⁸ Conforme Barro(1989) ".....for a given path of government spending, a deficit-financed cut in current taxes leads to higher future taxes that have same present value as the initial cut". O principal pressuposto da teoria da equivalência ricardiana, revivida por Barro (1974), centra-se no comportamento do indivíduo em relação a suas gerações futuras, onde há uma preocupação do indivíduo com o padrão de vida(ou restrição orçamentária) dos descendentes, sendo que a sua riqueza será herdada, assim como ele herdou dos seus ascendentes, e servirá para honrar os encargos tributários adicionais. A consequência imediata desse pressuposto é que se ocorrer um corte tributário (ou aumento do déficit), os indivíduos não se sentirão mais ricos para fins de consumo e aumentarão suas poupanças para fazer face ao encargo futuro do aumento da tributação, que incidirá sobre suas gerações futuras. Como citado acima, segundo Barro(1989), O déficit financiado com corte na tributação corrente leva, no futuro, a uma tributação que tem o mesmo valor presente que o corte inicial, ou seja, uma redução tributária hoje deve ser casada com um correspondente aumento no valor presente da tributação futura. Para fechar seu raciocínio Barro advoga ainda que a demanda por bens dos indivíduos depende da expectativa do valor presente da tributação, isto é, se houver um efeito renda, com isso a política fiscal só afetará a demanda agregada por consumo se houver uma mudança nessa expectativa, o que não ocorre numa política de substituição de tributação por déficit. Portanto, não há impacto da política fiscal na demanda agregada, por consequência, o déficit orçamentário e a tributação tem efeitos equivalentes na economia, visto que, haverá um despoupança do governo, um aumento da poupança privada e não haverá aumento na poupança nacional. Além disso, não há motivo para as taxas de juros mudarem, já que a poupança nacional não foi alterada. Outra variante dessa teoria incide sobre o nível de preço, onde a existência do déficit não traz a menor relação com a inflação. De uma forma geral, é como se o déficit público fosse sempre possível de ser financiado, sem necessidade de colocação adicional de títulos para fazer face a abertura da taxas juros, visto que não há essa abertura. Daí se tira que o déficit é consequência do aumento de gasto adicional para cobrir uma faixa de despesa que a tributação não viabilizou nesse momento.

⁹ Tipo efeito "crowding out" que poderia ocorrer no longo prazo, tendo em vista o déficit permanente. Para isso, seria necessário ainda que a redução do preço dos títulos da dívida(aumento do juros) tivessem uma relação com os recursos da economia existente para fins de carteira de empréstimo. Na realidade, o

monetização da mesma, portanto, tratam emissão de títulos como se fosse uma emissão de base monetária.

Segue uma exposição das três abordagens de políticas fiscais, sendo que as de Sargent/Wallace (1981) e Simonsen (1983) se fundamentam nas implicações econômicas da relação dívida pública/produto, mas sob enfoques diferentes, enquanto Simonsen (1983) analisa os aspectos relativos à política tributária, como alternativa para evitar a insustentabilidade do déficit, Sargent/Wallace (1981) evidenciam as repercussões inflacionárias e a capacidade de condução das políticas monetárias pelas autoridades. Já Alesina (1988) direciona sua análise para os fundamentos econômicos inerentes às decisões políticas, quando da adoção de medidas fiscais (de caráter restritiva) necessárias para a estabilização econômica, numa economia com déficit público elevado.

a) A abordagem de Sargent e Wallace sobre a política fiscal

Enfatizando a importância da trajetória das variáveis taxas de juros, taxa de crescimento do produto e aplicando a teoria das expectativas racionais na política fiscal, Sargent/Wallace(1981), no artigo intitulado "Some Unpleasant Monetaristic Arithmetic" mostram que, sob certas circunstâncias, o controle da inflação por parte das autoridades monetárias é limitada, mesmo se há uma conexão entre base monetária e nível de preços¹⁰. Segundo os autores, isto é verdadeiro mesmo existindo coordenação entre a política monetária e a fiscal, e ainda havendo demanda pública por títulos do governo que pagam

aumento da taxas de juros dos títulos públicos tendem a ser "benchmark", contaminando todas as taxas de juros do mercado financeiro e o comportamento do mercado de ações.

¹⁰ Vale lembrar que pelas hipóteses monetaristas, para um certo estoque de moeda e um dado gasto orçamentário público, não haverá alteração na demanda agregada, se esse dispêndio for financiado por taxaçoão ou por títulos públicos, isto é, financiamento de gasto público via títulos não repercute sobre o nível de preços e nem sobre o produto.

juros. A inabilidade das Autoridades Monetárias, sob o enfoque monetarista, se caracteriza quando da adoção de um “alvo monetário” (restrição monetária) ante uma política fiscal expansionista, financiada pelo aumento da relação dívida/produto. A consequência dessa inabilidade da autoridade monetária faz com que a existência de um déficit hoje, antecipe a inflação, gerando um efeito semelhante a uma emissão de base monetária (monetização da dívida)¹¹. Essa antecipação se fundamenta na existência de um operador de expectativas racionais, estimulando os agentes econômicos a realizarem suas previsões inflacionárias desde o presente. Diante disso, a cautela (ou a omissão) do governo na adoção de uma política tributária para redução da dívida, incentiva os agentes econômicos a prever inflação futura, ver Spaventa (1987).

Partindo de um modelo tipicamente monetarista: taxa de crescimento da oferta monetária igual a taxa de crescimento da população; retorno real constante sobre os títulos do governo; e utilização da teoria quantitativa da moeda, com velocidade de circulação constante, Sargent/Wallace (1981) mostram que a dívida não poderá ser financiada para sempre com títulos públicos. Desta forma, a autoridade monetária acompanhará o déficit, gerando a “seigniorage”¹² necessária para financiar uma parte desse déficit¹³, a fim de evitar que a taxa de juros decorrente do déficit inviabilize completamente a sua política monetária. Como consequência, haverá uma perda do poder da autoridade monetária e a tolerância de uma inflação adicional. Nessa situação pode ocorrer um agravante: a taxa de juros maior que a taxa de crescimento do produto, consequência da rolagem da dívida, que tende a aumentar as taxas de juros (ou seja, reduzir o preço dos títulos para os investidores). Neste caso, o estoque da dívida crescerá rapidamente para fazer face a novas rolagens, nas quais as taxas de juros serão maiores. Com isso, a relação dívida/produto

¹¹ Essa análise é diferente da equivalência ricardiana, pois nesse enfoque o déficit repercute sobre as variáveis econômicas, como taxa de juros e inflação.

¹² “seigniorage” é a receita obtida pelo governo como resultado do seu monopólio na emissão de dinheiro. Diferencia do imposto inflacionário, pois este último são as perdas inerentes da retenção de moeda em consequência da inflação. A “seigniorage” será igual ao imposto inflacionário quando a inflação for igual a emissão de base monetária - ver Blanchard/Fisher (1989).

aumentará ainda mais, obrigando a autoridade monetária a monetizar (via "seigniorage") a dívida pública, requerendo uma inflação adicional.

No sentido de evidenciar as assertivas de Sargent/Wallace quanto às conseqüências de um déficit permanente e as suas considerações relativas às políticas fiscais, segue uma análise do estudo de Sargent (1986) sobre o fim das hiperinflações no período pós-primeira guerra mundial. Neste estudo, Sargent(1986) enfatiza a contribuição das políticas fiscais nos processos de estabilização econômica, principalmente em ambiente de hiperinflações, mostrando que os instrumentos de políticas fiscais adotados para a estabilização macroeconômica dessas economias inflacionárias, foram a base de todas as políticas adotadas. Ademais existia sincronização com as políticas monetárias e ambiente político favorável, já que a monetização do déficit foi a principal causa da espiral inflacionária.

Com a finalidade de tirar lições dos processos de hiperinflações ocorridas na década de 1920 e aplicar nas economias em processos de instabilidade econômica, Sargent, no seu artigo escrito em 1986, intitulado "The Ends of Four Big Inflations", analisa o caráter fiscal das hiperinflações ocorridas na Alemanha, Hungria, Polônia e Áustria. Na realidade, Sargent busca contestar as teorias convencionais, com base na curva de phillips e a na teoria monetária, receitadas pelos economistas para contornar os problemas de instabilidade ocorridos desde 1973 (choque do petróleo). Parte do princípio que, as altas taxas de inflação no futuro ocorrem devido as políticas correntes do governo e as expectativas quanto as suas medidas fiscais e monetárias, assim as altas taxas de inflação são conseqüências dos elevados e persistentes déficits orçamentários, financiados por criação de moeda.

Segundo Sargent (1986), nos processos de hiperinflações ocorridos pela Alemanha, Áustria, Hungria e Polônia, o elevado déficit orçamentário era uma característica comum, decorrente da natureza do regime fiscal adotado, onde prevalecia a falta de disciplina e o financiamento monetário

¹³ Sargent/Wallace(1981) trabalham com deficit primário.

dos gastos do governo. Ainda, de acordo com Sargent (1986), as quatro economias apresentavam pontos comuns, tanto no período anterior, como no período final da instabilidade, tais como:

- a) persistentes e enormes déficit orçamentário sobre a conta corrente;
- b) a natureza das deliberações e as medidas drásticas fiscais e monetárias em torno do fim das hiperinflação;
- c) a queda imediata do nível de preços e a estabilização da taxa de câmbio;
- d) o rápido crescimento da base monetária no meses subsequentes ao fim da hiperinflação, isto é, a monetização da economia no início da estabilidade para fazer face a demanda por moeda.

O debelamento desses processos só foi possível graças as medidas de cunho monetário e, principalmente fiscais colocadas em prática pelas as autoridades desses países. Sargent (1986) resume essas medidas na institucionalização de um Banco Central independente, que legalmente passou a refutar a demanda de crédito adicional ao Governo, e, simultaneamente, a alteração do regime da política fiscal. Sobre essa mudança de regime, cabem algumas considerações. Do ponto de vista teórico, a medida que as mudanças eram implementadas no sentido de fazer com que as decisões políticas abandonassem o regime inflacionário prévio, os agentes econômicos racionais percebiam o novo "regime fiscal" e reverenciavam para baixo suas expectativas quanto à inflação futura, provocando assim, uma ruptura do processo. Para Sargent (1986), esse foi o mecanismo de propagação, via regime fiscal, que possibilitou o fim das hiperinflações na Alemanha e nos outros países.

Na Alemanha, o governo realizou uma reforma monetária em 15 de outubro de 1923, adotando novo padrão monetário, o "rentmarks", que passou a ter um equivalente de 1 trilhão com a moeda anterior. Contudo essa não deve ser considerada a medida núcleo¹⁴, para Sargent (1986) as principais

¹⁴ Para muitos economistas a implantação dessa reforma e de outras medidas monetárias complementares foi a condição necessária para estagnar o processo hiperinflacionário dessas economias, principalmente a Alemã - ver Zini(1994).

medidas para redução do crescimento exponencial do nível de preços foram aquelas direcionadas para mudança do regime fiscal vigente na época, como, limitação dos empréstimos concedidos pelo Banco Central ao governo, o aumento da arrecadação e diminuição nos gastos públicos (demissão de servidores temporários). De forma complementar, teve a suspensão das reparações de guerra, que depois seriam retomadas com base no Plano Dawes¹⁵

Como se nota acima, Sargent (1986) incorpora o ambiente fiscal na formação das expectativas pelos agentes econômicos quanto à situação presente e futura da economia, ou seja, com as medidas fiscais adotadas, origina-se a credibilidade necessária para se sustentar todas as medidas anti-inflacionárias e se realizar os ajustes econômicos, com isso, o índice de preços pára de crescer e a moeda volta a ser forte. Em toda a sua análise, Sargent (1986) incorpora a importância da política fiscal, como base de todas as medidas de política econômica de estabilidade, principalmente quanto ao novo regime fiscal adotado, que para ele repercute na dinâmica macroeconômica, provocando correlação entre as variáveis motivadoras das mudanças.

Para reforçar suas assertivas, concernentes à fundamentação da importância das medidas fiscais em processo de estabilidade econômica, Sargent (1986) advoga que no período não havia quaisquer evidências que sustentassem um "trade-off" entre inflação e desemprego, pois o ano de 1923, foi caracterizado por altas taxas de desempregos, baixo produto e hiperinflação, isto é, as teorias convencionais não são úteis para explicar o processo de hiperinflação ocorridos na Alemanha, Áustria, Polônia e Hungria na década de 1920.

¹⁵ O Plano Dawes consolidou as obrigações alemã relativas às reparações de guerra em anuidades únicas(incluindo juros e amortizações), prorrogando o prazo de pagamento para o futuro. O plano ainda definiu quais as origens das receitas para pagamento dessas obrigações e os limites a serem considerados. Ver Zini (1994).

b) A abordagem de Simonsen sobre a relação dívida/produto

Basicamente, a análise de Simonsen (1983) objetiva verificar a sustentabilidade do déficit orçamentário, sob o ponto de vista das suas repercussões econômicas, enfatizando a política tributária, como alternativa de política fiscal para evitar a explosão da relação dívida/produto, bem como analisando o comportamento da taxa de juros e a taxa de crescimento do produto.

Simonsen(1983) desenvolveu seu modelo a partir da restrição orçamentária governamental. Inicialmente, considera que produto real de pleno emprego, de uma economia fechada, cresça a uma taxa x por período:

$$\dot{Y}_t = \dot{Y}_0 (1 + x)^t \quad (2)$$

onde Y é o produto interno no tempo.

O consumo (C_t) mais o investimento privado (I_t) é dado por

$$C_t + I_t = a\dot{Y}_0 (1 + x)^t + b(Y_t - T_t) \quad (3)$$

Sendo que $Y_t - T_t$ é a renda real disponível do setor privado e a e b são constantes positivas, mas inferiores a 1. Supõe-se que a arrecadação tributária T_t seja igual ao montante de impostos cobrado menos os juros(r) da dívida pública(D_t). Além disso, os impostos cobrados correspondem a uma fração constante t do produto ($0 < t < 1$), não incidindo sobre a taxas de juros da dívida pública, isto é:

$$T_t = t Y_t - r D_t \quad (4)$$

Combinando as equações 2, 3 e 4 encontra-se:

$$C_t + I_t = a\check{Y}_t + b(1-f)Y_t + brD_t \quad (5)$$

Admite-se que o governo fixe sua despesa real, G_t , de forma a manter a economia em pleno emprego. Como $Y_t = C_t + I_t + G_t$ resulta que

$$G_t = (1-a-b(1-f))\check{Y}_t - brD_t \quad (6)$$

Por hipótese, o déficit público é todo financiado pelo aumento da dívida do Governo, isto é por emissão de títulos

$$D_{t+1} - D_t = G_t - T_t$$

Ou, pelas equações 4 e 6:

$$D_{t+1} - D_t = ((1-b)(1-f) - a)\check{Y}_t + r(1-b)D_t \quad (7)$$

Designando do dt a relação dívida/produto,

$$dt = D_t / \check{Y}_t \quad (8)$$

e observando que $D_{t+1} = dt+1\check{Y}_{t+1} = dt+1(1+x)\check{Y}_t$, a equação 8 pode ser escrita na forma:

$$(1+x)dt+1 - (1+r(1-b))dt = (1-b)(1-f) - a \quad (9)$$

Para chegar nas relações de análise da dívida/produto, Simonsen (1983) adota ainda as seguintes hipóteses complementares:

a) a sociedade precisa manter uma relação mínima entre despesas e produto interno bruto:

$$G_t \geq g_t \quad (10)$$

b) para manter a economia a pleno emprego no período inicial as despesas públicas devem ser superiores a esse mínimo. Pela equação 6, isso implica:

$$1 - a - g - b(1-t) - brdo > 0 \quad (11)$$

c) para manter a economia a pleno emprego no período inicial é preciso um déficit orçamentário maior do que os encargos da dívida pública. Pela equação 7, como $D_{t+1} - D_t$ é o déficit orçamentário e rD_t o custo da dívida pública:

$$(1 - b)(1 - t) - a - brdo > 0 \quad (12)$$

Pelas relações 6 e 10, a relação dívida/produto deve ficar contida pela desigualdade:

$$brdt \leq 1 - a - g - b(1-t) \quad (13)$$

A trajetória de dt (relação dívida/produto) é determinada pela equação de diferenças finitas 9. No período inicial, a desigualdade 13 é respeitada, pela equação 11. Basta, pois resolver a equação 9 e verificar se sua solução continua ou não respeitando a limitação em questão.

Para $x = r(1-b)$, a equação 9 tem por solução:

$$dt = do + \frac{((1-b)(1-t) - a)t}{1+x} \quad (14)$$

Para $x \neq r(1-b)$:

$$dt = A + (do - A)kt \quad (14a)$$

$$\text{onde: } A = \frac{(1-b)(1-t) - a}{x - r(1-b)} \quad (14b)$$

$$k = \frac{1 + r(1-b)}{1+x} \quad (14c)$$

Se $k \geq 1$, isto é se $x \leq r(1-b)$, a relação dívida/produto dt cresce indefinidamente, tornando a relação insustentável, a menos que t (carga tributária) ou os demais parâmetros se alterem. Veja que se r é maior que a taxa de crescimento do produto x , k será maior que 1, isto é, a sustentabilidade da relação dt dependerá de x e r . Como se verifica dessa relação, conforme definida por Simonsen(1983), pode-se derivar políticas alternativas relativas ao déficit público em vista de suas implicações econômicas. A política fiscal poderá ser expansionista, através de títulos públicos, enquanto a taxa de crescimento do produto for maior que a taxa de juros da dívida, pois o crescimento econômico geraria a receita suficiente para pagar o fluxo de juros (déficit primário)¹⁶. Em vista disso, não haveria necessidade de se aumentar as alíquotas marginais dos tributos e nem de se monetizar a dívida, isto é, o déficit seria sustentável. Já se r for maior que x , restaria o a adoção de aumentos nas

¹⁶ Ver Rossi (1987).

taxas marginais dos tributos para fazer face ao déficit primário¹⁷ ou a monetização da dívida, gerando a "seigniorage" para o seu financiamento.

c) Teoria Política do Déficit Público: Uma abordagem alternativa

Regra geral, há consenso entre os agentes econômicos da necessidade de se realizar um ajuste fiscal, quando a economia está coexistindo com um déficit permanente, no qual a relação crescente dívida/produto já repercute sobre as ações do governo e sobre as variáveis macroeconômicas fundamentais, tais como nível de preços e juros. No entanto, sabe-se também que, normalmente, nos processos de estabilização fiscal pode ocorrer uma temporária redução de bem-estar no curto prazo, isto é, há uma porção de sacrifício, no qual os agentes não querem incorrer, com isso, a implementação de medidas com caráter de austeridade fiscal, passa a ser uma questão de cunho político. Alesina (1988) estudou essa derivação da política econômica, no qual caracteriza as questões política como um jogo, envolvendo os agentes socio-econômicos, cujos interesses são heterogêneos.

Como instrumento metodológico para definir o escopo do surgimento do déficit público, Alesina (1988) incorpora a sua análise a base teórica de Barro (1979) sobre "Tax smoothing over time", que é um princípio basilar para concepção da teoria de tributação ótima: manutenção de uma taxa marginal ao longo do tempo constante com base nos gastos médios do governo, independente de situação normal ou de prosperidade. Dentro dessa lógica, ele modela uma política fiscal ótima, no qual a estrutura tributária não será afetada por despesas adicionais (déficit temporário), visto que a acumulação de superávit, em algum período, financiaria esse aumento de despesa temporária

¹⁷ Vale frisar que a arrecadação tributária não pode crescer para sempre numa velocidade acima do produto - Ver McCallum (1984). Segundo Spaventa (1987), o crescimento do déficit sustentável pode requerer uma carga tributária acima do nível social aceitável.

(ver nota de rodapé nº 5). Em termos microeconômicos, todos esses procedimentos são compatíveis com uma política ótima ex-ante.

No entanto, essa política sofre desvios, o que ele chama de "inconsistência temporal"¹⁸, e o governo normalmente sofre incentivos e/ou estímulos políticos para produzir grandes déficits públicos. Para a redução desses déficits, Alesina(1988) aponta quatro formas, quais sejam:

- 1 - faltar ao dever, ou seja, dizer que não irá pagar. Default;
- 2 - introduzir um imposto extraordinário sobre a riqueza "capital levy", tipo "once an for all";
- 3 - gerar inflação e reduzir o valor nominal do débito;
- 4 - criar superávit, reduzindo as despesas e transferências e aumentando os imposto diretos e indiretos.

Alesina (1988) realiza análise comparativa entre as quatro formas, mostrando os diferentes comportamentos dos agentes sócios-econômicos, sob o ponto de vista de um jogo não-cooperativo econômicos/partidários, onde os jogadores são:

- a)os rentistas: proprietários dos débitos;
- b)os homens de negócios, empresários : proprietários do capital;
- c)os trabalhadores (assalariados): proprietários do capital humano.

Em vista dos objetivos distributivos conflitantes e em face da política econômica adotada ex-ante, cada jogador apresenta uma política adequada para solução do déficit, quais sejam: os rentistas preferem um aumento geral dos impostos, porém com caráter tributário não progressivo; os homens de negócios preferem inflação, moratória ou tributação regressiva; e os

¹⁸ Assumindo que a política adotada no passado produzia resultados ótimos, uma política econômica é dita dinamicamente inconsistente quando uma política anunciada para o futuro não acompanha a trajetória da política implementada no passado. A inconsistência temporal manifesta-se quando o governo possui algum incentivo para desviar-se da política ótima pré-anunciada (ex-ante) - ver Lopes (1997).

trabalhadores preferem a tributação sobre a riqueza e capital (tipo capital levy), tributação progressiva ou moratória.

Como se verifica, a formulação de políticas econômicas requer habilidade, visto que, por trás de cada jogo encontra-se interesses de grupos repercutindo no processo decisório, passando a ser uma restrição explícita. No seu "paper" Alesina (1988) mostra que a busca do consenso, quanto à implementação da melhor política, adia as decisões relativas à política de estabilização, mesmo que todos os agentes econômicos concordem que a política de estabilização se faça necessária¹⁹. Isto é, o adiamento é explicado pelas questões distributivas. A estabilização ocorre quando a consolidação política leva a solução do conflito distributivo, no qual os custos da estabilização pode ser repartido entre os agentes sócios-econômicos (conflito intergeração) ou ser direcionado a um ou mais grupos de interesses. Essa solução normalmente dar-se após uma eleição política, onde a coligação (ou o partido) vencedor e dominante pode impor o seu programa de austeridade fiscal, cujas medidas fiscais são contrárias aos interesses das coligações perdedoras (ou partidos) - ver Alesina/Drazen (1991).²⁰

A adoção da forma 1 e 2 ocasiona perda de reputação (credibilidade) por parte do governo, pois o público irá sempre esperar que o mesmo ocorra no futuro, com isso poderá suceder:

- a) desincentivo para a formação de poupança e realização de investimento ou acumulação de riqueza;
- b) desestímulo para compras de títulos públicos, causando uma restrição a liquidez do governo;
- c) produzir fugas de capital.

¹⁹ Cabe frisar que, segundo Alesina/Drazen (1991), quanto mais se esperar para atuar sobre o problema, maiores os danos sobre a economia e maiores os custos das reformas políticas necessárias para estabilizar a economia.

²⁰ Alesina/Drazen (1991) desenvolvem um modelo de estabilização retardada, devido guerra de atrito e deriva o tempo esperado da estabilização como uma função das características da economia, incluindo um parâmetro para capturar o grau de polarização política.

Já a adoção da forma 3 poderá ter o mesmo custo da forma 1, ou seja, repercussão negativa sobre a reputação do governo, isto é sobre a credibilidade quanto às ações do governo em relação as suas políticas de financiamento via títulos. Diante disso, o melhor seria a aplicação da forma 4, ou seja, adoção de um ajuste fiscal com base em aumento de imposto e redução de gastos, que seria a política ótima ex-ante, contudo, a sua implementação requer que os grupos façam alguma concessão, que normalmente surge através de acordo nos processos legislativos, ou que o governo disponha da maioria dos votos nos processos legislativos e com isso imponha a sua política. Segundo Alesina, nos países em que o governo possui uma base política sólida e dominante sobre os partidos adversários, é mais fácil a implementação de um ajuste fiscal.

Dentro desse conflito distributivo de encargos fiscais, segundo Alesina (1988), ocorreram as políticas de adoção das medidas fiscais necessárias para o fim das hiperinflações, no período pós-primeira guerra mundial. A luz da política fiscal como instrumento anti-inflacionário, Alesina (1988) em seu artigo "The end of large public debts" mostra como a estrutura política repercute sobre as ações econômicas. Para isso, utiliza-se dos aspectos corporativistas dos agentes ante o ambiente fiscal em voga, adicionando ao seu enfoque analítico processos de jogos não-cooperativos, quanto à expectativa em relação a melhor alternativa escolhida. Isto é, a base analítica de Alesina (1988) incorpora a situação política vigente para sustentar o programa adequado, na solução do déficit orçamentário. Enfatiza que numa conjuntura política instável existe uma "paralisia fiscal", onde o governo não consegue aumentar os tributos, daí a necessidade de monetizar a dívida. Na hiperinflação da Alemanha essa monetização era tranqüila do ponto de vista institucional e legal, já que o que o Banco Central era uma mera agência do governo (grau de independência reduzido).

Especificamente, sobre a hiperinflação da Alemanha, Para Alesina (1989), os gastos da primeira guerra foram financiados via déficit e havia uma situação política instável no período pós-guerra. As reparações de guerra agravaram tanto o déficit, como a insatisfação do cidadão alemão. O fator mais complicante era que, conforme já mencionado, havia uma "paralisia fiscal" que impossibilitava o aumento da arrecadação tributária explícita e favorecia ao aumento do déficit. Essa "paralisia fiscal" era decorrente da situação política instável e do conflito de interesse entre os agentes econômicos. Ademais estava clara a instabilidade política, por isso, o governo não conseguia formar um grupo de coalizão sintonizado com a implementação das reformas desejada. O resultado geral dessa situação era a monetização da dívida e a explosão da inflação. Na Alemanha, a adoção das medidas fiscais só foi possível com o enfraquecimento da posições partidárias opositoras e com as novas coalizões. Desta forma, implantou-se a estrutura fiscal básica para o fim da hiperinflação.

Embora tenha delineado uma teoria sobre a política do déficit público, vale salientar que, Alesina (1988) não formula uma teoria específica com a finalidade de mostrar como ocorreu o fim da hiperinflação na Alemanha na primavera de 1923 e em outros países em situações iguais, embora seja claro que as condições fiscais deveriam ser obtidas antes de qualquer política monetária ou cambial a ser adotada. Para ele, existem três visões que podem explicar a estabilização econômica na Alemanha: 1) o controle monetário, explicado por Keynes em 1937; 2) o papel da credibilidade na estabilização fiscal, delineado por Sargent, em 1985; e 3) a estabilização dos salários e da taxa de câmbio, isto é, a nova tendência de evolução dos preços, apresentadas por Dornubush/Fisher (1986). Fechando sua análise, Alesina (1988) conclui que tanto a visão de Sargent como do Dornubush/Fisher mostram a pré-condição da estabilização política no processo de redução da inflação. Por fim, refere-se ainda, a importância da institucionalização de um Banco Central independente.

De uma forma geral, nas abordagens apresentadas acima, observa-se que a política fiscal é evidenciada como um dos requisitos na implementação da estabilidade econômica. Especificamente, nas abordagens de Sargent/Wallace (1981) e Simonsen (1983), verifica-se que a consequência do crescimento indefinido da relação dívida/produto, considerando que a taxa de juros é maior que a taxa de crescimento, pode conduzir a adoção de políticas que visem o incremento das alíquotas marginais dos impostos, aumentando assim, as distorções na economia, ou a implementação da monetização do déficit, gerando inflação adicional. A partir dessa situação, inicia-se uma disputa para a institucionalização do ajuste fiscal, que normalmente é definida no âmbito da política partidária, conforme verificou-se na análise Alesina (1988).

É interessante verificar que todas as abordagens convergem quanto à importância do ajuste fiscal no processo de estabilização econômica. Especificamente, a estabilização da economia brasileira deve se passar por essas assertivas fiscais delineadas acima, principalmente no tocante ao financiamento da dívida pública.

Em relação às conclusões teóricas das abordagens, a priori, pode-se dizer que a venda de ativos patrimoniais (privatização) é uma política alternativa na consecução da estabilização da economia brasileira, visto que as reformas necessárias: reforma tributária, administrativa e previdenciária envolvem conflitos distributivos, ante o ônus das medidas de ajustes, além de absorver questões de políticas partidárias e de normas constitucionais. Ressalta-se que, em termos operacionais, a base legal e institucional para realização das privatizações já foi montada, o que torna o programa uma ação efetiva, ver capítulo II. A privatização, enquanto fonte de financiamento da dívida pública, também sinaliza mudanças no regime fiscal, repercutindo favoravelmente na formação das expectativas econômicas, fazendo com que as decisões econômicas incorporem a estrutura fiscal necessária de uma economia estabilizada.

CAPÍTULO II

ASPECTOS INSTITUCIONAIS DO PND

O presente capítulo mostra os aspectos institucionais do Programa Nacional de Desestatização, delineando a sua origem, os seus fundamentos fiscais, as suas relações com os processos de privatização no mundo e os seus instrumentos operacionais e legais, bem como os seus resultados parciais. Basicamente, contempla-se os aspectos relativos à operacionalização do PND e a sua viabilização legal, institucional e econômica.

O Programa Nacional de Desestatização(PND) foi instituído pela Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, regulamentado inicialmente pelo Decreto nº 99.463, de 16 de agosto de 1990, que foi revogado pelo Decreto nº 724/93. Esse último decreto, emitido na gestão do Governo de Itamar Franco, visou adequar o programa de privatização a nova realidade do Brasil, após o "impeachment" do Governo Collor. Atualmente, foram realizadas mudanças na Lei nº 8.031/90, através da medida provisória nº 557/94 (e subsequentes). Uma das principais alterações foi a criação do Conselho Nacional de Desestatização, que substituiu a Comissão Diretora.

Antes da análise dos aspectos da privatização no Brasil, bem como dos instrumentos do Programa Nacional de Desestatização (PND), cabe realizar breve consideração sobre privatização.

1) Considerações Gerais Sobre Privatização

A privatização tornou-se um fenômeno mundial a partir de 1979, com o início das privatizações na Inglaterra, desencadeando um reordenamento do papel do Estado na economia, no qual o estado como produtor não mais se fundamentava no contexto macro e microeconômico. Logicamente, que foi uma resposta às baixas taxas de crescimento da economia mundial e as moderadas taxas de inflação, que vinham se sustentando desde o início da década de

setenta na economia inglesa e em outras economias²¹. Especificamente, as razões da privatização inglesa centravam-se na necessidade da redução do déficit público e na reestruturação do setor produtivo da sua economia. Em 1982, os Estados Unidos procurando reduzir seu déficit fiscal, também entraram na onda das privatizações, assim como o México, a Argentina e dezenas de outros países. Entre 1980 a 1992 foram privatizadas 15.000 empresas no mundo, sendo a Alemanha (Unificada) a campeã com 71% das privatizações, seguida pelo Leste Europeu e a Ásia, com 17%. A América Latina e Caribe detêm um participação de 6%, (ver quadro abaixo).

QUADRO 1

PRIVATIZAÇÕES REALIZADAS NO MUNDO ENTRE 1980 A 1992

Participação relativa no total de 15.000 privatizações

REGIÃO/PAÍS	PARTICIPAÇÃO(%)
ALEMANHA (UNIFICADA)	71
EUROPA ORIENTAL ÁSIA	17
AMÉRICA LATINA E CARIBE	6
ÁFRICA SUB SAARA	3
OECD(EXCETO ALEMANHA)	1
LESTE DA ÁSIA E PACÍFICO	0,7
SUL DA ÁSIA	0,7
ORIENTE MÉDIO E NORTE DA ÁFRICA	0,6

Fonte: Kikeri, Nellis e Shirley(1994)

Na maioria dos programas de privatização prevalecem os objetivos fiscais como justificativa para as suas implementações, contudo, existem outras razões que levam a privatização, que se concentram na negação da necessidade de estatizar, tendo em vista a superação dos principais

²¹ Não se pretende dizer que a intervenção econômica foi a causadora da estagflação, embora o déficit público, alimentado pela participação do estado na economia, tenha contribuído decisivamente para tal fenômeno, assim como o primeiro choque do petróleo e o financiamento da guerra do Vietnã.

problemas relativos à externalidade e ao monopólio natural ²². Nos países subdesenvolvidos, o que não exclui a possibilidade da existência também nos desenvolvidos, as razões vão além desses aspectos microeconômicos, acrescentando-se a fraca poupança do setor privado interno, combinado com as restrições dos investimentos externos.

Tanto as externalidades, como as questões inerentes ao monopólio natural, deixam de ser critérios essenciais para estatizar, na medida que visualiza-se a obrigação do Estado atuar em determinados mercados, sob a ótica do bem público ou do fornecimento do serviço público, porém, a execução pode ser realizada pelo setor privado, através de concessão e de contrato, cabendo, assim, ao Estado, basicamente, a implementação de mecanismos regulatórios, inclusive a introdução de taxas (impostos) ou subsídios explícitos²³. A produção pelo setor privado implica em maior eficiência a economia, visto que a estrutura produtiva ocorre a um custo menor²⁴. Segundo Adam Smith (1985), os ativos estatais (terras) não produziam sequer a quarta parte da renda que esses mesmos ativos produziam em situação de privatização. Coloca ainda que a venda dos ativos (terras) da coroa beneficiaria tanto o soberano como a população.

Cabe destacar algumas situações onde a regulamentação pode deprimir os efeitos do monopólio natural. Segundo Thompsom (1990) e Varian (1990), a regulamentação visa reduzir o poder de monopólio e as ineficiências quanto à alocação produtiva, evitando assim, que os preços cresçam acima do nível do custo do monopólio. As formas mais utilizadas são a regulação da taxa de retorno, que consiste em colocar um preço teto, no qual os serviços de

²² As externalidades consistem nos custos e benefícios a terceiro decorrentes das transações entre produtores e consumidores. Já o monopólio natural decorre de questões relativas a tecnologia de produção (formas de produção), no qual é mais eficiente a produção ser realizada por uma única firma. Além disso, existe um custo não recuperável ("sunk cost"), que inviabiliza a entrada de novas firmas - ver Thompsom(1990).

²³ Segundo Varian(1989), os subsídios podem gerar ineficiência econômica, todavia, nesse estudo enfatiza-se a possibilidade de introdução dos subsídios para resolver problemas relativos à oferta de bens e serviços em locais de menos atrativo como empreendimento e não o caráter microeconômico da eficiência dos subsídios.

²⁴ Ver Boycko, Sheleifer , Vishny(1996), Pinheiro(1996), Adam Smith (1776) .

monopólios podem atingir em cada ano; e o método de regulação RPI-X fórmula, que permite que os preços possam variar, por um prazo determinado, não mais que o índice de preços inglês, "Retail Price Index" (RPI), menos X por cento, sendo que o valor de X é especificado com base na estrutura antecipada da redução de custo real no período de até 5 anos²⁵. Os métodos mencionados não são isentos de problemas, visto a dificuldade de se determinar qual é o verdadeiro custo de produção das firmas, embora as agências de controle analisem as suas formações de preços e as planilhas dos serviços. Contudo, são esses métodos os mais utilizados, sendo que as evidências têm mostrado que o segundo método vem apresentando maiores vantagens em relação ao primeiro²⁶.

Outras formas de reduzir o grau de monopólio são as políticas relativas às barreiras de entradas, à redução das tarifas de importação, ao desmembramento dos monopólios naturais, quando possível, por regiões ou atividades. Essa última forma vem sendo bastante utilizado na área de energia elétrica, no qual divide-se a atividade em geração e distribuição, devido a viabilidade da segregação entre a geração e a distribuição, e no setor de telefonia, onde se divide em localidades, buscando criar competitividade comparativa (utilizado na privatização das telecomunicações na Argentina).

II) Breve Histórico da Privatização no Brasil

A privatização no Brasil teve início em 1981, no Governo Figueiredo, que através do Decreto nº 86.215/81, definiu diretrizes programáticas para alienação de empresas estatais. Além da sua expectativa de

²⁵ O método da regulação da taxa de retorno é muito utilizado nos Estados Unidos, já o RPI-X foi concebido para regulação dos monopólios britânicos (British Telecom), sendo que este segundo foi criado sob encomenda para as privatizações inglesas, daí a sua relação com o índice de preços inglês.

²⁶ Ver maiores detalhes sobre esses métodos, quanto as vantagens e desvantagens de adoção em Varian (1990), Thompson (1990) e Rigolon (1997). Este último cita que, conforme estudo realizado por Mathios e Rogers (1989), 28 dos 39 estados federados nos Estados Unidos que usam o método RPI-X (também conhecido como "price-caps") as tarifas dos serviços têm sido mais baixas do que nos demais que utilizam a taxa de retorno.

melhorar o caixa da União, o programa visava também devolver ao setor privado algumas empresas estatizadas e saneadas financeiramente pelo Governo Federal²⁷. Os resultados desse programa ficou aquém do esperado, das 50 empresas listadas para privatização, apenas 20 foram privatizadas, conforme pode ser visto no Quadro 2. Os fatores que mais contribuíram para esse fracasso foram o processo recessivo (1981/1983); as resistências intragovernamentais, principalmente dos militares; e os entraves operacionais do próprio processo de privatização, como as condições (pré-requisitos) exigidas para os possíveis compradores.

Com a Nova República (1985), um novo programa de privatização foi implantado, via decreto nº 91.991/85. O Governo Sarney dava continuidade a temática de privatização do Governo Figueiredo; no entanto, elaborou o seu programa, praticamente, nos mesmos moldes do anterior, e ainda, encontrou os mesmos obstáculos, exceto o da recessão. O programa não logrou êxito: privatizou apenas uma empresa (ver Quadro 2).

Em 1986, com o decreto nº 93.606/86, o Governo lança novas diretrizes para a privatização, mas ainda incorre nos mesmos erros do decreto revogado. O resultado foi semelhante ao do programa anterior: seis empresas foram privatizadas (ver quadro 2). Somente com o decreto nº 95.886, de 29 de março de 1988, são criados os mecanismos adequados para aumentar o número de empresas privatizadas, tais como, as condições para a participação ativa do mercado de ações, as facilidades para os empregados das empresas (financiamentos) e a instituição da conversão da dívida externa em investimentos de riscos. O resultado desse novo programa foi a privatização de mais 11 empresas, algumas de grande vulto (Aracruz Celulose), em apenas 2 anos (ver quadro 2).

²⁷ Werneck (1989) denominou esse programa de reprivatização, pelo fato das empresas privatizadas não estarem historicamente incrustado no setor público. Essa denominação vale para todas a privatizações realizadas entre 1981 a 1988.

Por fim, pode-se concluir que os programas de privatizações, que antecedem ao Programa Nacional de Desestatização do Governo Collor, não apresentaram, genericamente, bons resultados em termos fiscais, ou seja, nos nove anos de implementação não reduziram satisfatoriamente o tamanho do Estado e nem geraram receitas consideráveis que contribuíssem para redução do déficit fiscal.

QUADRO 2

ALGUNS RESULTADOS DAS PRIVATIZAÇÕES ANTERIORES A 1990

Em US\$ mil

Base Legal	Empresas Privatizadas	Empregados Transferidos	Valor Arrecadado
Dec.nº 86215/81	20	4.864	188.513,00
Dec.nº 91991/85	01	53	420,00
Dec.nº 93606/86	06	5.296	34.697,00
Dec.nº 95886/88	11	17.358	513.189,00
Total	38	27.571	736.819,00

Fonte: Conselho Federal de Desestatização

III) O Programa Nacional de Desestatização e o Enfoque Fiscal

O principal objetivo da Política Fiscal no plano de estabilização econômica é reduzir as pressões inflacionárias decorrentes do déficit público. Normalmente, os efeitos do déficit são transmitidos via emissão de base monetária para financiamento do setor público, emissão de títulos públicos, aumento das alíquotas marginais dos impostos, além das expectativas adversas que o déficit causa sobre os agentes econômicos.

Por isso, explicitamente, o PND (1990) delineou como um dos seus objetivos, a utilização dos recursos obtidos com a privatização para a redução da dívida pública, o que concorreria para o saneamento das finanças do setor público. A tese do governo se baseou na premissa que a privatização repercute sobre o produto e a inflação, principalmente, no que pese a

contribuição para redução da dívida pública mobiliária federal e a transferência de investimento para o setor privado. Portanto, de um modo geral, sob a ótica do PND, a privatização reduzirá a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), via diminuição dos pagamentos dos juros dos títulos, que serão resgatados, e pela transferência de investimento para o setor privado. Sobre este último, cabe mencionar que também é uma exigência conjuntural, já que o Tesouro não dispõe mais de capacidade de investir nas suas empresas. Na realidade, desde 1991 vem ocorrendo cortes drásticos nos aportes de capital do Tesouro Nacional, como também nas suas transferências, conforme pode-se verificar no quadro seguinte:

QUADRO 3

TRANSFERÊNCIAS DE RECURSOS DO TESOUREO NACIONAL PARA AS ESTATAIS

Em relação ao PIB

ANO	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
%	1,87	3,07	2,27	0,80	0,08	0,47	0,13	0,12	0,015	0,016

obs: 1. inclui transferências correntes e aporte de capital para aumento de capital

2. dados referentes apenas ao setor produtivo estatal não financeiro

Fonte: Relatórios anuais da SEST.

Para melhor visualizar o enfoque fiscalista da privatização no Brasil, far-se-á um relato sobre as variáveis que compõem a restrição orçamentária do Governo e as suas fontes de financiamento. No Brasil, os gastos são financiados por receita tributária, resultado do Banco Central, remuneração da conta única, títulos públicos, emissão de base monetária e vendas de ativos. A adoção de um aumento dos impostos para reduzir dívida, além do caráter distorcivo sobre a economia, é impopular, podendo causar mais inflação, repercutir negativamente sobre o produto e aumentar a sonegação. Uma reforma tributária seria mais adequada, pois poderia reduzir a sonegação, reestruturar a carga tributária de forma a aumentar a arrecadação

de tributos. Contudo, para se realizar uma reforma é necessário alterar dispositivos constitucionais, que em 1990 era praticamente impossível²⁸.

O resultado do Banco Central e a remuneração da conta única são muito instáveis como fontes de financiamentos e os seus efeitos sobre a base monetária (monetização do déficit) são difíceis de serem separados. Na realidade, esses dois instrumentos são formas de financiamento inflacionário ao Tesouro Nacional, pois o resultado do BACEN normalmente é obtido do imposto inflacionário e de operações com títulos do Tesouro Nacional, emitidos diretamente para o BACEN, objetivando rolar dívidas passadas e ajustes patrimoniais. Quanto à remuneração da conta única, os seus aspectos inflacionários são originados da falta de lastro dessa remuneração, isto é, o Banco Central não aplica os recursos do Tesouro no mesmo montante e nem na mesma taxa que o remunera (que é determinado por lei), o que provoca uma emissão líquida de base monetária.

Já a emissão de títulos tem limites econômicos e o fluxo de pagamento de juros pode significar mais inflação a curto ou a longo prazo, dependendo das expectativas formadas pelos agentes para fins de antecipação do comportamento das variáveis econômicas, decorrentes do aumento do déficit público. Sobre este assunto, Sargent (1981) argumenta que a emissão de títulos equivale a emissão monetária, dependendo do crescimento do estoque de títulos em relação ao produto e da relação pagamento de juros e a receita tributária.

Por fim, resta a venda de ativos, via privatização, que apresenta-se como instrumento eficiente de política fiscal, na medida que o governo utiliza suas receitas para resgatar dívida e, além disso, se for efetivada a transferência de investimento e o aumento da arrecadação tributária, conseqüentemente haverá a reestruturação do passivo governamental e a

²⁸ Para se ter uma idéia da rigidez constitucional, em 1991 o Governo enviou ao Congresso Nacional uma série de projetos de emendas constitucionais, mas a Comissão de Constitucionalidade rejeitou a maioria, outras nem sequer foram analisadas, o Governo retirou de pauta por não encontrar ambiente favorável para votação na Comissão.

melhoria da sua capacidade de pagamento. Segundo Roberto Campos (1996), se o governo utilizar os recursos da privatização para reduzir dívida, ele terá um ganho significativo no pagamento do fluxo de juros, principalmente considerando o custo da rolagem da dívida, situada em torno de 20% a 25% ao ano.

Ressalta-se que as razões do programa brasileiro de privatização, não se resume somente nos aspectos macroeconômicos acima mencionados, onde se enfatiza a questão do financiamento do déficit via redução de dívida e transferência de investimentos, existem outras razões que justificam a privatização no Brasil, como, o aumento da eficiência das empresas e o incremento do mercado de capitais. Entretanto, essa dissertação será direcionada aos aspectos da privatização correlacionados com as fontes de financiamento do setor público, onde o aumento da rentabilidade das empresas também terá um papel decisivo, na medida que permite um aumento nos lucros tributáveis.

III.1) Posições contrárias a tese governamental

Existem posições contrárias a tese de se utilizar a privatização como instrumento de política fiscal. Muitos economistas, Tanzi (1996), Mansoor (1986), Werneck (1989), Pinheiro (1992) e outros, alegam que os efeitos da venda de ativos sobre as contas públicas é apenas transparente e não duradouro, pois com a venda da empresa, esgota-se uma fonte de receitas futuras (dividendos) e não há alteração no patrimônio governamental, por isso defendem que o objetivo da privatização deve-se centrar na melhoria da eficiência da economia. Mansoor (1986), com base nos critérios metodológicos de cálculo do déficit público delineados por Buitter (1983), coloca que as ações do governo relacionadas a uma determinada empresa são ativos patrimoniais, por isso, a sua venda em nada alterará o patrimônio governamental, exceto se o valor econômico da empresa para o governo for menor que o valor econômico

da mesma para o comprador, ou seja, a empresa seja vendida com um preço acima do ofertado (ágio). Um simples esquema de contas patrimoniais pode ilustrar melhor essa assertiva:

venda sem ágio:

$$\uparrow AC + \downarrow AP = PT + PL$$

venda com ágio:

$$\uparrow AC + \downarrow AP = PT + \uparrow PL$$

onde: AC=ativo circulante; AP= ativo permanente; PT= passivo total e PL=patrimônio líquido. As setas significam \uparrow aumento \downarrow diminuição, sendo que quanto maior a seta, maior o valor impactado.

Com base nesses pontos, o FMI não aceita que as receitas oriundas da privatização entrem no cálculo da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), alegando que o ajuste patrimonial não contribui para a reestruturação do passivo do governo, isto é, ajuste patrimonial permanente. Para o FMI, nos países sem disciplina fiscal, as receitas de privatização podem gerar um efeito renda, levando ao aumento dos gastos correntes do governo, ou seja, não há um aumento na poupança governamental. Entende-se a posição do FMI, sob o ponto de vista da disciplina fiscal, contudo, metodologicamente, a não aceitação da receita de privatização no cálculo da NFSP gera uma contradição, pois quando do investimento inicial, os recursos utilizados aumentaram a NFSP (impactaram a poupança do governo), porém quando da venda desse investimento (ativo) os recursos oriundos não são considerados para fins de redução da NFSP.

Dentro da ótica do FMI, Pinheiro (1992) e Giambiagi/Mussi (1994) estudaram o impacto fiscal da privatização recente no Brasil. Inicialmente chegaram a conclusões semelhantes, onde concluem que os impactos são quase desprezíveis. Entretanto, esses estudos limitaram o valor da arrecadação e enfatizaram basicamente a redução do fluxo dos juros e de dividendos, isto é,

não levaram em consideração o custo de oportunidade da dívida pública, o aumento da arrecadação tributária, o aumento na rentabilidade das empresas privatizadas e a transferência de investimentos. Posteriormente, em 1996, Giambiagi e Pinheiro apresentaram novo estudo, onde incluem as variáveis antes negligenciadas, chegando a conclusões diferentes do estudo anterior, ou seja, encontram impactos fiscais significativos. Essa conclusão favorável da privatização, já havia sido defendida por Roberto Campos (1996) no artigo do Jornal O Estadão, onde enfatiza que os impactos fiscais da privatização seriam significativos sob a ótica do custo de oportunidade da dívida pública.

III.2) Aspectos institucionais do PND

O PND foi concebido como um dos instrumentos do Plano de Estabilização Econômica-Plano Collor, março de 1990, visto que entre os seus objetivos estavam o saneamento das finanças públicas e a transferência de investimentos. Também, se combinava com a estratégia da retenção de parte dos ativos financeiros dos agentes econômicos, realizado pelo Plano Collor, já que os cruzados novos retidos no Banco Central passaram a ser moeda de privatização, ou seja, os agentes poderiam sacar, antes do prazo permitido, os cruzados retidos para comprar empresas. Com isso, a dívida pública era resgatada, pois os cruzados novos eram lastreados com títulos da dívida pública²⁹.

De uma forma geral, o Programa correlacionava todos os seus objetivos dentro de uma economia em fase de estabilização e em busca da

²⁹ É interessante fazer uma correlação entre o fracasso do plano, que precisou de ajuste em abril de 1991, e o PND. Se a privatização tivesse ganho ritmo imediatamente, como foi nos outros países, e a venda de parte do setor siderúrgico fosse feita ainda em 1990, na conjuntura econômica reinante, onde a disciplina fiscal era a mola da estabilização, as receitas com cruzados novos teriam sido maiores e a redução da dívida também, o que teria reduzido a necessidade de emissão de títulos a partir de 1991, para fazer face a devolução dos cruzados novos, iniciada em setembro de 1991. O início das emissões de títulos em grande volume e o ritmo lento das privatizações contribuíram na formação das expectativas negativas em relação a não consecução pelo governo de um novo "regime fiscal".

modernidade (com temática liberal), tendo como a iniciativa privada o regulador da nova situação econômica; embora o Plano Collor, no seu bojo, apresentasse diversas contradições, pois, para estabilizar os preços usou mecanismos de cunho não liberal, como, o congelamento de preços e a retenção de parte dos ativos financeiros. Formalmente, o PND estabeleceu os seguintes objetivos:

1 - Reordenar a posição estratégica do Estado na economia nacional, mediante a transferência à iniciativa privada, de atividades econômicas indevidamente exploradas pelo setor público;

2 - **Contribuir para a redução da dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público;**

3 - **Permitir a retomada do investimento nas atividades econômicas das sociedades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada;**

4 - Contribuir para a modernização do parque industrial do país, ampliando a sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial dos diversos setores da economia nacional;

5 - Permitir que a administração pública federal concentre seus esforços e recursos nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais;

6 - Contribuir para o fortalecimento do mercado de capital, mediante o aumento de ofertas públicas de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital social das sociedades que integrarem o Programa Nacional de Desestatização.

Os objetivos acima, realmente, refletem a visão de uma economia moderna e liberal, principalmente os de números 1 e 5. Especificamente, os objetivos 2 e 5 estão respaldados no fraco desempenho das finanças do estado e na escassez de recursos financeiros para a implementação de investimentos nas empresas estatais. Conforme já mencionado, devido a inelasticidade desses recursos, o governo não oferece mais condições de investimentos para

essas empresas, ver quadro 3. Para se ter uma idéia da perda da capacidade de financiamento dessas empresas e dos problemas financeiros, em 1980 os investimentos das estatais eram de 27% da despesa total, já em 1988 caiu para 17%; os encargos financeiros aumentou de 5% em 1980, para 13% em 1988³⁰. Dentro do contexto do Plano Collor, assim como no Plano Real (1994), alguns objetivos (1, 2) se justificam como instrumentos de política econômica, principalmente, no que tange ao saneamento das finanças públicas e a conseqüente redução das pressões inflacionárias.

O Programa Nacional de Desestatização tem como meta privatizar todas as empresas controladas direta e indiretamente ou organizadas pela União, bem como aquelas originárias do setor privado, em posse da União. As exceções se sustentam nas empresas protegidas, de alguma forma, pela Constituição, como, a Petrobrás, o Banco do Brasil, Correios e outras. Para melhor se entender a operacionalidade do programa na consecução dos seus objetivos, segue-se, por seção, uma exposição dos principais aspectos do PND.

III.2.1) Diretrizes Para os Projetos de Privatização e a Comissão Diretora

A efetivação da alienação de uma empresa ocorre através de um projeto de privatização, que compreende todas as etapas necessárias para a realização da venda, inclusive, se preciso, mudança na estrutura organizacional da empresa (fusão, cisão, transformação), saneamento financeiro (ajustes) e dissolução da empresa.

Contudo, esses projetos obedecem a diretrizes que visam consolidar a posição da política do governo sobre reestruturação industrial, desenvolvimento científico e tecnológico, defesa da livre concorrência e do consumidor, treinamento e reaproveitamento da mão-de-obra e proteção do

³⁰ Fonte Balanço Anual de 1990, Gazeta Mercantil.

meio ambiente. Para fazer cumpri-las, bem como deliberar sobre todos assuntos relativos a desestatização, existe o Conselho Nacional de Desestatização (CND), substituta da Comissão Diretora, subordinada diretamente ao Presidente da República, composta pelos Ministro do Planejamento e Orçamento, Ministro da Fazenda, Ministro da Indústria e Comércio, Ministro da Administração e Reforma do Estado e o Chefe da Casa Civil da Presidência da República³¹.

Vale observar algumas das competências do Conselho Nacional de Desestatização:

1. propor ao Presidente da República a inclusão de empresas no PND e o percentual mínimo em moeda corrente a ser aceito na venda da sociedade³²;
2. sugerir ao Presidente a criação de ações de classe especial ("golden share") e as matérias que elas disciplinarão ou indicarão a desnecessidade;
3. aprovar projetos de privatização.

III.2.2) Planejamento/Operacionalização dos projetos de privatização

Para facilitar o processo de privatização, foi criado o Fundo Nacional de Desestatização. O Fundo tem natureza contábil, e é o depositário das ações e quotas das empresas privatizáveis. Em troca emitirá Recibos de Depósitos de Ações (RDA), contrapartida contábil³³. Foi designado com o Gestor do Fundo o BNDES, cuja função é a de gerenciar o PND, mas sob coordenação do CND. Divide-se a análise do planejamento/operacionalização do processo, nas seguintes fases:

³¹ A Comissão Diretora era composta por doze a quinze membros nomeados pelo Presidente da República, após aprovação de cada nome pelo Congresso Nacional.

³² Essa foi uma das principais alterações realizadas pelo Decreto nº 724/93, que revogou o Decreto nº 99.463/90.

³³ As sociedades incluídas no PND têm cinco dias, a contar do dia da publicação do Decreto de inclusão, para realizar o depósito das ações (ou direitos de propriedade) representativa do capital da empresa no FND.

a) Escolha das empresas privatizáveis

Após a regulamentação jurídica do Programa, a Comissão Diretora (atual CND) baixou as diretrizes dos projetos de privatização e listou os setores e respectivas empresas que iriam compor a primeira etapa do programa. Os setores listados foram siderurgia, petroquímica, fertilizante, navegação, mineração e produção de equipamentos. A segunda etapa incluiu empresas do ramo elétrico e o banco meridional, já para a terceira etapa está prevista a inclusão das grandes corporações do tipo Telebrás e o resto da Eletrobrás, já foi vendida a Escelsa e Light-Serviços Elétricos SA (ver quadro das empresas listadas para venda e a situação atual, em anexo)

b) Avaliação e preparação das empresas

A avaliação econômica e financeira de cada projeto de privatização é feita por consultorias privadas, contratadas mediante licitação pública. Também é contratada, via licitação, auditoria independente para acompanhar e atestar a lisura dos projetos de privatização. Baseada nessas avaliações, o BNDES, sob coordenação da Comissão Diretora (atual CND), executa a fase de preparação da empresa para colocá-la à venda. Essa avaliação pode ocorrer simultaneamente a avaliação.

A preparação ocorre no âmbito jurídico, especificidades jurídicas de cada empresa (inclusive acordos com acionistas minoritários e possíveis demandas judiciais); em nível financeiro, realizando ajuste (pagamento de dívidas, rolagem e entendimento com os credores); e em nível econômico, melhorias das receitas e dos lucros (ou a redução dos prejuízos). De uma forma geral, a fase de preparação procura viabilizar a venda da empresa e determinar a melhor forma de venda: venda em bloco de empresas, ou separadas, individualmente. Esses aspectos também envolvem as formas de negociação,

que poderão ser através de venda em bloco via leilão público, venda direta e venda pulverizada através de Bolsas de Valores.

A vendas através de bolsas de valores via lote de ações a preço fixo é uma das formas mais democrática e transparente³⁴, quando comparada com as outras modalidades, ver Paula (1997). A venda em bloco de ações também é transparente, embora menos democrática, e o seu aspecto democrático deve está relacionado a existência de consórcios de investidores (empresários, trabalhadores, bancos e outros agentes). Segundo o BNDES, a venda em bloco de ações permite que a empresa tenha uma gestão e um controle compartilhado, que representa um modelo de gestão empresarial moderno, e, em voga nas grandes economias, onde o empresário e os profissionais experientes que irão atuar na empresa se tornam sócios, agregando a empresa seus conhecimentos, seu "know-how" e seus capitais. Por fim, a venda direta a um único empreendedor ou a um grupo de investidores é a modalidade menos transparente e democrática - ver Paula (1997).

Cabe ressaltar que a privatização de uma empresa pode absorver duas formas de venda: em bloco de ações, no qual o comprador adquire o controle acionário, e a venda em lote nas bolsas de valores, normalmente realizada em época posterior, visando a maior democratização da venda e obtenção de melhores preços das ações. Esse foi o caso da privatização da Usiminas, onde a alienação em bloco foi realizada em outubro de 1991, 37,6 % da empresa, e a venda em lote de ações para o mercado interno e externo foi realizada em 1994, 12,12%.

A critério da Comissão (atual CND), uma parte das ações poderá ser destinada para a venda junto aos empregados da própria empresa e aos pequenos investidores ³⁵. A venda para esses últimos é em condições

³⁴ A privatização da British Telecom, realizada em 1984, utilizou-se da oferta de ações a preço fixo. Essa privatização é um dos maiores exemplos como democratização de capital.

³⁵ Um dos instrumentos de democratização da privatização concebido pelo Governo é o financiamento das aquisições das ações por parte dos empregados da empresa privatizada, no qual o projeto de privatização destina até 10% das ações ordinárias para aquisição por parte dos empregados interessados. Essas ações

facilitadas, como, financiamento do investimento para compra das ações. Uma outra forma prevista, é a venda a consórcios de empregados e diretores da empresa, no caso também haverá facilidades.

c) Etapa final do processo

Definição do preço mínimo de venda da empresa

Este é o ponto mais delicado do processo de privatização, isso devido a complexidade para formação do preço de venda, e a repercussão social, principalmente, junto aos opositores do programa de privatização. "A priori", acredita-se que a lógica da avaliação e da formação do preço de venda da empresa será sempre contestada, mesmo sendo a adotada pela empresas privadas e nos outros programas de privatização realizados no mundo.

Segundo o Decreto nº 724/93, a formação do preço mínimo para a venda da empresa deve levar em consideração as condições de mercado, a situação econômico-financeira e as perspectivas de rentabilidade futura da empresa, além de outros critérios a serem definidos pelo BNDES. Especificamente, o preço mínimo é fixado com base em laudos de avaliação, elaborados por duas empresas contratadas, mediante licitação pública. Os laudos trabalhados devem indicar o valor econômico dos ativos da empresa e outros parâmetros necessários à fixação do valor de alienação, inclusive o valor do patrimônio líquido contábil, o valor de liquidação e o valor da reposição de seus investimentos. Para fins legais, o valor econômico dos ativos da empresa é aquele calculado a partir da projeção do fluxo de caixa operacional do empreendimento.

serão vendidas a preço fixo. O BNDES financia, nessas mesmas condições, para os empregados 10% das ações preferenciais. Esse tipo de financiamento também existe para pequenos investidores nas mesmas condições, exceto quanto ao prazo de pagamento, que é de 7 anos.

Para não deixar margem a contestações, quanto à lisura na determinação do preço mínimo, o Governo determina ainda que os laudos sejam avaliados por um terceiro consultor, também contratado mediante licitação pública. Além disso, quando da escolha do preço mínimo, recomendados pelo dois avaliadores, a Comissão (atual CND) não poderá se decidir pelo menor preço.

Nas privatizações realizadas até 1996, o método de avaliação utilizado pelas consultorias foi o do fluxo de caixa descontado, que segundo a Consultores Associados Gandara e Kaufmam (1994) é um método universalmente aceito, pois é o único que expressa o potencial de ganhos futuros das empresas, na medida em que considera suas projeções de custos, receitas e necessidades de investimentos mínimos para manutenção e/ou modificação da sua posição competitiva atual.

Contudo, as controvérsias sobre o método de avaliação não param no rigor exigido pela norma legal. As críticas atacam, principalmente, a taxa de desconto para se determinar o valor atual do fluxo de rendimentos, visto que, quanto maior a taxa, menor o preço de venda. Em defesa do método e da taxa de desconto, Tourinho e Vianna (1993) colocam que “a adoção de taxas inferiores àquelas praticadas pelos investidores levaria a uma sobreavaliação das ações, que inviabilizaria a venda da empresa em leilão”. As próprias consultorias contratadas trabalharam com taxas de descontos diferentes, no caso das privatizações do setor siderúrgico, ver quadro 4, entretanto, segundo Paula (1997), que estudou a privatização desse setor, as taxas foram relativamente homogêneas e não existem conclusões sustentáveis para se contrapor as taxas utilizadas pelas consultorias³⁶. Os investidores tomarão suas

³⁶ A taxa de desconto a ser utilizada no fluxo dos rendimentos futuros depende das situações financeira, tecnológica e gerencial da empresa, como também do setor de atuação, além dos aspectos relativos à risco, ao crescimento da demanda e às condições intrínsecas do produto da empresa. Para uma melhor visualização desses aspectos e da discussão sobre a taxa de desconto adequada para o setor siderúrgico ver Paula(1997).

decisões de investimentos em ações da empresa com base em seu retorno futuro, e não no retorno passado.

QUADRO 4

AVALIAÇÃO DAS SIDERÚRGICAS BRASILEIRAS PRIVATIZADAS

EM US\$ MILHÕES

EMPRESA	CONSULTORIA A		CONSULTORIA B		PERÍODO	VALOR MÍNIMO
	AVALIAÇÃO	TX.DESCONTO	AVALIAÇÃO	TX DESCONTO	AMORTIZAÇÃO	
USIMINAS	1.650,2	15,0%	1.819,6	14,0%	10	1.844,7
CST	350,0	15,0%	400,0	16,5%	10	400,0
ACESITA	417,0	17,0%	476,6	16,5%	20	476,6
PIRATINI	33,2	20,0%	42,9	20,0%	S.D	42,9
CSN	1.730,7	15,0%	1.642,8	15,0%	10	1.587,9
COSIPA	229,0	14,0%	201,0	16,0%	15	226,2
AÇOMINAS	346,4	14,0%	320,0	15,0%	20	346,4

OBS: Reproduzido de Paula(1997)

Quanto à questão dos aportes de investimentos, entende-se que se a decisão de investir fosse dos agentes econômicos do setor privado, o valor a ser aportado teria sido muito menor, isto é, o plano de investimento das estatais é mais oneroso, devido aos entraves operacionais (burocracia, normas de licitações, dotação orçamentária), que normalmente superavaliam os gastos envolvidos no projeto de investimento público. Existe ainda o fato de que, devido a questões políticas e partidárias, muitas decisões de investimento foram tomadas de forma errada, por isso, não cabe ao setor privado pagar pelos erros do Governo³⁷.

³⁷ No setor siderúrgico ocorreu que os investimentos na construção da CST e da Açominas não levaram em consideração a capacidade ofertada já existente no setor, provocando um excesso de oferta em torno de 50%, em 1990 - ver Tourinho e Vianna (1993).

Elaboração do relatório/Edital e divulgação

Definido o preço de venda, elabora-se o relatório final e o edital de alienação, englobando, as formas de negociação; o preço de venda; a data de venda; a análise do porquê da venda da empresa; e os outros procedimentos necessários para a execução da venda da empresa e a plena informação a população. Esse edital deve ser amplamente divulgado.

A fase final, propriamente dita, do projeto de privatização completa-se com a transferência da empresa do setor estatal para o setor privado, inclusive com a publicação do relatório do auditor externo, contratado para avaliar o projeto de privatização.

Todos esses procedimentos, além das determinações judiciais e das resistências no âmbito da empresa, interferem no ritmo das privatizações, que segundo os economistas, os empresários e a comunidade internacional é classificado lento. De acordo com Tourinho e Vianna (1993), a legislação do Programa Nacional de Desestatização faz com que a fase de preparação de uma empresa para venda, requeira no mínimo 270 dias. Analisando o quadro 5, verifica-se que não são somente as formalidades legais que tornam lento o processo de privatização, pois, na prática, entre a inclusão da empresa no programa e a sua efetiva venda tem ocorrido em média 28,25 meses. Há casos de demora excessiva, como os das concessionárias de energia Light e Escelsa que demandaram mais de três anos para a efetivação de suas vendas.

QUADRO 5

TEMPO DECORRIDO PARA PRIVATIZAÇÃO DE ALGUMAS ESTATAIS

EMPRESA	DATA DA INCLUSÃO	DATA DA VENDA	TEMPO DECORRIDO(meses)
USIMINAS	agosto/90	outubro/91	14
COPEL	agosto/90	maio/92	21
CST	agosto/90	julho/92	23
Mineração Caraíba	agosto/90	julho/94	47
ACESITA	março/91	dez/92	21
EMBRAER	janeiro/92	dez/94	35
CSN	janeiro/91	abril/93	25
AÇOMINAS	janeiro/92	set/93	21
Petroquímica União	março/91	janeiro/94	29
COSIPA	janeiro/92	agosto/93	19
ESCELSA	junho/92	julho/95	37
LIGHT-SESA	junho/92	maio/96	47
MEDIA			28,25

obs: Na contagem dos meses inclui o primeiro e exclui último.

Fonte:BNDES

d)Utilização das Receitas de Privatização

Inicialmente, na instituição do Decreto nº 99.463/90, toda receita de privatização deveria ser utilizada para abater dívida pública. Já a partir do Decreto nº 724/93, uma parte dos recursos pode ser utilizado para gastos na área de tecnologia, educação e segurança.

Para viabilizar a redução da dívida mobiliária, o governo concebeu o seguinte mecanismo de venda e compensação de ativos:

. o alienante das empresas, listadas em decreto para privatização, deposita as ações representativa do seu capital no Fundo Nacional de Desestatização (gerido pelo BNDES) e recebe o Recibo de Depósito de Ações (RDA);

. quando da venda da empresa pelo BNDES, a empresa recebe as moedas de privatização (moeda corrente, TDA, OFND, dívida securitizada e outras) e o Gestor do FND anula os RDA. Com as moedas o alienante pode compensar as suas dívidas junto às empresas do setor público; a sobra deverá, obrigatoriamente, ser trocada por título específico do Tesouro Nacional. Esses títulos serão também trocados pelas moedas que foram utilizadas para compensar as dívidas do alienante.

Como se verifica, a redução da dívida mobiliária poderá ocorrer de duas formas:

FORMA DIRETA

Quando o Tesouro Nacional for o proprietário exclusivo da empresa. Neste caso, o Tesouro recebe as moedas de privatização, cancelando as que representam ativos de terceiros no seu passivo (OFND, TDA, dívida securitizada e outras). Os valores recebidos em moeda corrente serão utilizados para resgatar dívida mobiliária no mercado financeiro.

FORMA INDIRETA

Quando o alienante for uma "holding", cujo capital votante não é exclusivo do Tesouro Nacional. Além disso, a "holding" não é passiva de extinção/privatização, após a venda das subsidiárias/coligadas. Neste caso, o Tesouro emite títulos de longo prazo, inegociáveis, sem pagamento de juros de cupom, e troca pelas moedas de privatização recebida pela alienante. Realizada a troca, o Tesouro cancela as moedas que representam ativos de terceiros em seu passivo. Como se verifica, essa forma é um tipo de alongamento do perfil da dívida e um novo fluxo de pagamento de juros.

Vale ressaltar que essa última forma de redução de dívida é transitória, pois na medida que o governo privatizar todas as sociedades, o esquema de redução que irá prevalecer será o primeiro. Ressalta-se, ainda, que nesse estudo pretende-se medir o impacto fiscal, considerando essa compensação de créditos e débitos (forma direta), com base no custo de oportunidade da rolagem da dívida pública, independente do tipo de moeda ou título.

e) Moedas de Privatização

A aceitação dos créditos vencidos e exigíveis e dos títulos vencidos e vincendos (Títulos da Dívida Agrária - TDA, Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento - OFND, dívida securitizadas, Debêntures da SIDERBRÁS e outros), como moedas de privatização, tem, ainda hoje, gerado controvérsias. Existem posições contrárias e favoráveis sobre o assunto, porém a maioria gira em torno da aceitação das moedas pelo valor de face e não pelo seu valor de negociação no mercado secundário (valor desagiado).

As argumentações favoráveis se justificam pelo fato do deságio ser consequência da necessidade de liquidez por parte do detentor do título, da incerteza quanto ao recebimento do fluxo de rendimentos dos títulos securitizados e da inadimplência dos títulos já vencidos, cujo o devedor é governo. Sob o ponto de vista desses últimos argumentos, seria um "calote" a imposição de deságio, além disso, essa imposição poderia gerar demandas judiciais, reduzindo ainda mais o ritmo das privatizações e repercutindo na credibilidade dos títulos da dívida mobiliária de emissão do Tesouro, aumentando, assim, a fragilidade financeira do setor público.

Já os argumentos contrários à aceitação pelo valor de face, baseiam-se na tese de que há um benefício explícito ao setor privado, quando da aceitação das dívidas e dos títulos pelo valor de face. Ademais, os mais radicais defendem que, quando da emissão dos títulos, os direitos

correspondentes ao contratado estavam superavaliados, por exemplo, os Títulos da Dívida Agrária (TDA) emitidos pelo INCRA. Diante disso, o setor público deveria se apropriar do deságio, já que eles representavam uma sobrevalorização.

Em relação à utilização das moedas de privatização, pode-se dizer que a criação dessa modalidade de pagamento foi para contornar o problema da fraca poupança interna (na época, US\$23 bilhões de ativos financeiros foram retidos compulsoriamente pelo Governo Federal) e externa em relação ao Brasil, pois o PND limitava a participação estrangeira na venda das empresas (só poderiam adquirir 40% do controle acionário) e o "risco Brasil"³⁸, que ficou maior com a retenção dos ativos financeiros (Plano Collor - 1990). A aceitação das moedas visava, também, equacionar as dívidas contratuais e mobiliárias existentes, que estavam gerando demanda judiciais, com sentenças favoráveis ao impetrante, cujos os pagamentos estavam em fase de procedimentos orçamentários (precatórios).

Cabe ainda mencionar que, a aceitação das moedas tinha a finalidade de evitar possíveis impactos monetários: os recursos em moeda corrente iriam ser canalizados para a conta única do Tesouro, repercutindo em contração monetária e aumento na taxas de juros, que já estavam altas no início do programa. Por fim, a aceitação dessas moedas tem uma consequência interessante que é a garantia da redução de dívida, pois a medida que o Tesouro vai auferindo essas moedas automaticamente seu passivo vai se reduzindo, evitando pressões no sentido de utilizar as receitas de privatização em outras finalidades.

É oportuno ressaltar, que a partir da Medida Provisória nº 557/94, o Governo pode limitar o uso das moedas nos projetos de privatização, priorizando os pagamentos em moeda corrente. Essa prerrogativa já foi colocada em prática nos leilões da Light em 1996.

³⁸ O "risco Brasil" já vinha em processo ascendente desde a moratória de 1987 e o não cumprimento do acordo da dívida externa em 1988.

Segue abaixo uma breve descrição das moedas de privatização aceitas no Programa Nacional de Desestatização:

Cruzados Novos

Era a moeda corrente antes da implantação do Plano Collor, em março de 1990. Com a retenção de parte dos ativos financeiros, os Cruzados Novos ficaram indisponíveis no Banco Central, lastreado por títulos da dívida mobiliária federal. O total de cruzados novos, na época, girava em torno de 23 bilhões de dólares, a preços correntes de abril de 1991.

Certificados de Privatizações

Criados pela lei nº 8.018 de 11 de abril de 1991, com a finalidade de agilizar o processo de privatização. Foram emitidos pelo Tesouro Nacional e adquiridos compulsoriamente pelas Instituições Financeiras, Entidades Fechadas de Previdência Privada, Sociedades Seguradoras e Sociedades de Capitalização. Quando da sua criação, estava previsto uma arrecadação de 7 bilhões de dólares, mas com as alterações só foram arrecadados 0,33 bilhões de dólares.

Créditos Vencidos e Vincendos/dívida securitizada

Representam os créditos vencidos das entidades controladas direta ou indiretamente pela União, principalmente os vencidos e os vincendos das entidades a que se refere o artigo 4º, da lei 8.029/90 (trata da extinção de empresas públicas), exceto os créditos "sub judice". Os créditos vencidos são convertidos em certificados representativos de créditos, denominados de títulos securitizados (dívida repactuada).

Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND)

Obrigações criadas pelo decreto nº 93.538, de 6 de novembro de 1986. Foram emitidas sob forma escritural, com prazo de resgate de 10 anos e atualizadas pelas Obrigações do Tesouro Nacional(OTN), depois passaram a ser atualizadas pela taxa referencial(TR). As OFND's foram destinadas as Entidades Fechadas de Previdência Privada, patrocinadas pelos órgãos da Administração Indireta Federal. Essas entidades foram obrigados a aplicarem 30% de suas reservas técnicas em OFND.

Debêntures da SIDERBRÁS

As debêntures foram emitidas e negociadas entre agosto de 1987 a julho de 1989, com a finalidade de canalizar recursos do setor privado para investimentos nas empresas da "holding" SIDERBRÁS. Seu valor, em 1990, girava em torno de 3,6 bilhões de dólares, a preços de 1990 (fonte: BNDES).

Títulos da Dívida Agrária

Criados pela lei nº 4.504, de 30 de novembro de 1964, com a finalidade de facilitar a execução da Reforma Agrária e a promoção da Política Agrária. Até 1992 o INCRA era o responsável pela sua emissão. Atualmente, o Tesouro Nacional é o responsável pela sua emissão, registro e controle.

Títulos da Dívida Externa

Até 1992, a dívida externa era representada pelos títulos Brazilian Investment Bond³⁹, DFA, MYDFA⁴⁰; todos eles poderiam entrar no processo de

³⁹Foi o título resultante das negociações da dívida externa brasileira em 1988. Concretizado via decreto 96.673 de 12 de setembro de 1988. É um bônus de saída (exit bond).Foi emitido apenas uma série, em

privatização, mas com um deságio de 25% sobre o valor de face. Após o acordo da dívida externa em 1992, os sete bônus emitidos na securitização mantiveram status de serem moedas de privatização. A Circular BACEN nº 2.623/95 reduziu para zero o desconto inicial que incidia sobre essas obrigações externas, exceto o "par bond", que sofre um deságio de 35% no valor de face, para assegurar o direito idêntico ao "discount bond".

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social entre 1991 e 1996 privatizou 52 empresas, tendo arrecadado US\$ 8.668,00 milhões em moedas de privatização, exceto moeda corrente. Existe uma demanda dos políticos e economistas quanto à ampliação do estoque de moedas de privatização, isto é, a possibilidade de utilização de outros créditos contra o governo, como os referentes ao Fundo de Garantia por Tempo de Serviço e ao Fundo de Compensação da Variação Salarial. A justificava para ampliação, parte do princípio de que somente com a introdução de novas moedas será possível a alienação das "holding" tipo ELETROBRÁS, TELEBRÁS. Sustentam ainda que, possibilitará uma maior democratização na venda, pois os pequenos investidores (detentores do FGTS) poderiam entrar no processo.

agosto de 1989, no valor total de 1.053,00 milhões de dólares. Seu objetivo era reduzir parte da dívida externa do país junto aos pequenos bancos privados estrangeiros, não interessados de participar do acordo da negociação da dívida, em 1988.

⁴⁰ DFA e MYDFA resultaram do acordo da dívida externa em 1983 e 1988, respectivamente. Caracterizam-se como depósitos representativos de crédito externo, junto ao Banco Central. Como a responsabilidade da dívida era do Tesouro Nacional, no ativo do BACEN, encontrava-se títulos do Tesouro emitidos diretamente para o Banco. Com assinatura do acordo da dívida em 1992, o Tesouro Nacional emitiu bônus para os credores externos e resgatou os títulos que estavam no ativo do BACEN lastrando a dívida externa.

FORMAS DE REGULAMENTAÇÃO

Inerentes aos processos de privatização, existem as questões microeconômicas, que tratam de concorrência e de eficiência. Inicialmente, pode-se dizer que essas variáveis são correlacionadas, quanto maior a concorrência, maior a probabilidade de se encontrar eficiência nas empresas e melhor alocação dos recursos da economia: a empresa tem uma determinada estrutura de produção, no qual o preço de mercado reflete o valor do produto, isto é, marginalmente a empresa opera com o preço mínimo, porém suficiente para incentivar a produção. Essa é a lógica microeconômica na qual a privatização deveria se direcionar. Werneck (1989), Pinheiro (1992), Kay e Thompsom (1986) e outros, defendem em suas análises que a eficiência deve ser o objetivo primordial da privatização.

Contudo, a privatização não assegura o aumento da competitividade, embora em muitos casos permita o aumento da eficiência produtiva da empresa, sob o ponto de vista da produtividade e rentabilidade (retorno do capital)⁴¹. Isto é, não há garantia de que os preços serão de mercado ou não possa haver problema de alocação de recursos⁴². Daí surgem as medidas regulatórias, principalmente nos serviços públicos explorados pelo setor privado (concessões públicas), objetivando evitar práticas monopolista e oligopolista que venham contra a eficiência econômica.

Vale lembrar que, antes da privatização, existiam regulamentações específicas para uma empresa ou para setores, mas para proteger as estatais. Se o governo controlava os preços e tarifas das estatais, ele também criava barreiras alfandegárias, desestimulando importações, além de impor restrição à entrada de empresas estrangeiras.

⁴¹ Uma boa ilustração dessa situação é caso de privatização da energia (geração e distribuição) e telecomunicação no Chile, que não provocou mudança na estrutura de mercado, ou seja mantiveram o status de monopólio, porém houve um ganho significativo na economia, devido o aumento da produção via novos investimentos e o aumento da rentabilidade da empresa (ver Kikeri, Nellis e Shirley (1994))

⁴² Alguns setores, tais como energia, telefonia, abastecimento de água e outros, podem sofrer problemas de oferta, devido a baixa atratividade dos retornos esperados pelos empresários.

Os instrumentos de regulação que o governo dispõe são as "golden share"⁴³, que podem ser usadas contra atos de limitação de mercado ou para evitar dissolução injustificada de empresas privatizadas ou ainda para evitar mudança no controle acionário e na sede da empresa. Outros instrumentos regulatórios são a exigência de plano de investimentos, quando da privatização das empresas; e a determinação de parâmetros de qualidade e eficiência no atendimento as demandas dos usuários (concessões dos setores de telefonia, de energia, de transporte). O governo ainda dispõe das políticas alfandegárias/tributárias, principalmente a adoção de tributos ou taxas, nos quais podem reduzir o poder de monopólio das empresas⁴⁴ e reduzir as barreiras a entradas de novas firmas (no caso de mercados contestáveis); da legislação antitruste, inclusive um órgão específico, Secretaria de Defesa Econômica, vinculado ao Ministério da Justiça, para fazer cumprir essa legislação.

Especificamente, para os monopólios naturais, energia e telecomunicação, já existem leis específicas sobre a regulamentação desses setores, criando agências de regulações para essas atividades, que devem ser privatizadas até o ano 2002. Na Inglaterra, as agências de regulação têm a função de evitar manipulação de preços, eliminar barreiras, criar mecanismos de concorrência e garantir que os serviços de pouca rentabilidade não sofram interrupções (obrigação de continuidade) ou quaisquer discriminações (obrigação de universalização)⁴⁵.

⁴³ A introdução das "golden share" foi inspirada no modelo de privatização da Inglaterra. É um tipo de ação especial, sem valor nominal, que visa impedir futuros controles não desejáveis. A posse dessas ações é de exclusividade do Governo. Essas ações dão ao Governo o poder de veto a quaisquer mecanismos, após a privatização, que venham contra os interesses do programa.

⁴⁴ para ilustrar cita-se o caso da privatização da Companhia Nacional de Álcalis(CNA), que detém o monopólio da produção de barrilha, o governo liberou as importações e adotou um política de redução do imposto de importação: 25% em 91; 20% até out/ 92; 18% a partir de nov/92 e 10% a partir de julho/93. Políticas semelhantes foram adotadas no caso das empresas petroquímicas que produzem eteno e propeno.

⁴⁵ Para evitar a manipulação de preços logo após a privatização da empresa de comunicação (TELECOM British), em 1984, a office telecommunications - OFTEL, agência de regulação, determinou que as tarifas seriam reajustadas com um redutor de 3% sobre o índice de preço - Fonte: Thompsom (1990).

Salienta-se que, em relação aos monopólios naturais e atividades assemelhadas, o próprio instrumento de concessão de exploração das atividades e dos serviços públicos⁴⁶, disciplinado pela Lei nº 8.987/95, representa um instrumento de regulamentação, na medida que permite ao governo a interferência nas tarifas, na qualidade dos serviços e outras regulações em prol do bom funcionamento do serviço prestado.

Por fim, o Governo dispõe ainda das importações de produtos e serviços, bem como do incentivo para investimentos externos e das formas econômicas de controle de monopólio, como é o caso da tributação sobre lucro (tributação "ad valorem").

IV) Alguns Resultados do PND

Com o objetivo de verificar como foram implementados os procedimentos e os instrumentos do PND expostos e analisados acima, seguem alguns resultados do programa, obtidos até dezembro de 1996. Contudo, não se fará referência direta aos resultados correlacionados com impacto fiscal da privatização, sob o ponto de vista da redução da necessidade de financiamento do setor público, tais como, o aumento a eficiência das empresas, o aumento da arrecadação tributária, a transferência de investimentos e outros, já que será dedicado um capítulo específico para se medir e analisar a redução da NFSP, decorrente do processo de privatização brasileiro.

⁴⁶ Vale observar que a privatização da telefonia e energia representa apenas a venda dos ativos e o direito de exploração, que é uma concessão por tempo determinado, normalmente 30 anos. Findo o prazo, a nova concessão dependerá de licitação pública.

a) Receitas de Privatização

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social entre 1990 e 1996 privatizou 52 empresas, resultando numa arrecadação de US\$ 13.691 milhões, em de receitas de privatização, auferidas em diversas moedas, conforme a seguinte distribuição percentual por moeda:

QUADRO 6

RECEITAS POR MOEDA DO PROGRAMA DE PRIVATIZAÇÃO ENTRE 1991 A 1996

em US\$ milhões

NOME DA MOEDA	VALOR	PARTICIPAÇÃO(%)
moeda corrente	4.618,2	34,8
dívida securitizada	4.069,9	30,7
debêntures da Siderbrás	1.496,0	11,3
certificado de privatização	1.290,8	9,7
títulos da dívida agrária	798,4	6,0
OFND	617,0	4,7
letras hipotecárias CEF	301,0	2,3
títulos da dívida externa	68,6	0,5
total	13.261,4	100

obs: valores foram convertidos pela taxa de câmbio comercial da data da liquidação financeira do leilão.

Fonte: BNDES

Após a mudança da legislação, Decreto nº 724/93, no qual determinou que a Comissão (atual CND) poderia definir o percentual mínimo a ser pago, obrigatoriamente, em moeda corrente, a arrecadação em real tornou-se a principal moeda do programa, correspondendo a 34,8% do total das moedas de privatização. O leilão da Light (concessionária de energia elétrica) e as concessões das malhas ferroviárias da RFFSA, em 1996, foram que possibilitaram essa mudança no perfil da arrecadação. Conjuntamente, esses dois leilões arrecadou US\$ 3.025,6 milhões, sendo US\$ 1.549,1 milhões

referente à Light e US\$ 1.476,5 milhões referente às concessões, ver anexo 6. A moeda menos representativa são os títulos da dívida externa, que corresponde apenas a 0,5% da arrecadação total. A explicação para essa performance, gira em torno do deságio de 25% exigido no valor de face dos títulos, que a partir de 1995 passou a ser zero.

QUADRO 7

COMPARATIVO DA ARRECADAÇÃO DO PND POR MOEDAS

EM US\$ milhões

ANO	MOEDA CORRENTE	OUTRAS MOEDAS	TOTAL
1991	18	1.596	1.614
1992	31	2.370	2.401
1993	175	2.452	2.627
1994	1.415	551	1.966
1995	327	676	1.003
1996	3.057	1.023	4.080
TOTAL	5.023	8.668	13.691

Fonte: BNDES

Em termos financeiros, o melhor ano para o Programa foi 1996, no governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso, onde houve uma arrecadação de US\$ 4.080,00 milhões, com a privatização de 6 empresas e a concessão de 5 malhas ferroviárias da RFFSA.

Do total das receitas de privatização, excluindo os valores das vendas das ações preferenciais, segundo o BNDES, 11,2% deve-se aos ágios obtidos nos processos de venda dos projetos de privatização, ver anexo 7.

b) mercado de capitais/democratização/transparência e concentração

Das formas de negociação, a alienação de blocos de ações, através de leilão em bolsas de valores, foi a mais utilizada. Entre 1991 a 1996 foram realizados 62 leilões e obtido um valor financeiro de US\$ 11.891,8

milhões, que representa 17,3% acima do valor mínimo ofertado, mostrando que essa modalidade de venda é eficiente, sob a ótica financeira. Foram realizadas 22 ofertas aos empregados, correspondendo, em termos financeiros, a US\$ 408,7 milhões. Já as ofertas a preço fixo ao público, que é a melhor forma de democratizar o capital, arrecadou US\$ 944,7 milhões relativa a 7 ofertas.

Quanto ao mercado de capital, as privatizações permitiram o aumento no volume de negócios nas bolsas de valores. A Acesita era a única empresa siderúrgica privatizada de capital aberto, com 8% de suas ações, após a privatização a empresa aumentou a sua participação para 62%. A Usiminas, a CST e a CSN ao passar para gestão privada também abriram seu capital, passando suas ações a serem negociadas em bolsa.

QUADRO 8

RESULTADO DISTRIBUÍDO POR COMPRADORES

COMPRADORES	VALOR(US\$ milhões)	PARTICIPAÇÃO(%)
Setor financeiro	2.616,4	19,1
Entidades de previdência privada	1.479,9	10,8
empresas nacionais não financeiras	5.863,3	42,8
capital estrangeiro	1.864,7	13,6
pessoa física	724,3	5,3
não identificado*	1.141,9	8,3
total	13.690,6	100

* inclui os leilões das participações minoritárias, vendidas em bolsa. Pode ser pessoa física ou jurídica.

Fonte: BNDES

As empresas nacionais não financeiras foi o grupo que mais adquiriu capital público ofertado, investindo US\$ 5.863,3 milhões, sendo que a maioria das compras foi realizada via consórcio, no qual participavam empresas, fundos de pensão e fundos de investimentos das instituições financeiras. A participação estrangeira no processo de privatização brasileiro foi

significativa, representando o terceiro grupo na aquisição capital ofertado. Essa participação não ocorreu de forma uniforme ao longo dos 6 anos do programa, aliás com exceção de 1996, o programa não vinha atraindo capital estrangeiro de forma significativa, apenas com a privatização da Light, em 1996, é que se efetiva a participação dos investimentos externos no programa. Nesse leilão o capital externo comprou 62% do valor ofertado em ações.

c) Ritmo das Privatizações

Um dos pontos negativo do programa, até o momento, é a baixa velocidade do processo de privatização, ante a necessidade do ajuste fiscal do governo. Segundo Roberto Campos (1995), os benefícios fiscais da privatização justificaria a maior velocidade do programa. Essa assertiva ganha reforço quando visualiza-se obstáculos de todas a natureza (corporativista, nepotista e outros), que o governo vem encontrando para aprovar as reformas administrativa e previdenciária. Reformas essas de grande valia para o ajuste fiscal que o Plano Real requer. Conforme já colocado anteriormente, a lentidão do processo de venda não ocorre somente devido aos procedimentos legais exigidos, mas também pelas resistências ideológicas, representados por grupos organizados e corporativistas (partidos políticos, associações, conselhos e sindicatos).

d) Transferências de Dívidas

Segundo o BNDES, a privatização permitiu a transferências de dívidas para o setor privado no montante de US\$ 4.560,6 milhões, repercutindo favoravelmente sobre a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), medida pelo Banco Central. Basicamente essa transferência decorre da assunção do passivo da empresa pelo empreendedor (comprador da empresa).

e) Emprego versus Desemprego

Entre 1991 a 1994, segundo estudos da consultoria Gandara e Kaufmam (1994), foram demitidos algo em torno de 8.400 empregados das empresas no período pós-privatização, decorrentes da nova gestão. Concomitante, ainda segundo a consultoria, foram contratados 2.500 e existe perspectivas quanto à geração mais de empregos, decorrente de aberturas de novas empresas que buscam externalidades: instalam-se nas proximidades das siderúrgicas, devido a afinidade no ramo de negócios/atividades.

As demissões ocorrem devido aos ajustes necessários para tornar a empresa privatizada mais eficiente. Essa nova gestão eficiente, normalmente, requer substituição de tecnologia, novas técnicas de gestão e/ou a demissão do excesso de mão-de-obra. Para se ter uma idéia do excesso de trabalhadores, a produtividade da CSN, antes de privatização, era de 163 toneladas de aço ano por trabalhador, após a privatização, a produtividade alcançou 486 toneladas por trabalhador.

As demissões não são um processo típico das ex-estatais, pois as demissões vem ocorrendo em empresas estatais que não estão incluídas no programa de privatização, como é o caso do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, onde foram implantados em 1996/97 planos de demissão voluntária. Existe ainda o fato que, na última década, as demissões tornaram-se um fenômeno mundial e as suas causas estão centradas na incorporação de novas tecnologias.

f) Meio Ambiente

No período de 1992 a 1993, a Usiminas investiu cerca de US\$ 33 milhões em meio ambiente. No mesmo período a Acesita investiu US\$ 1,4 milhões e a CST US\$ 25 milhões. Esses investimentos foram tanto em melhorias e substituição de tecnologias que afetavam o meio ambiente, como

em programas de despoluição. Segundo a consultoria Gandara e Kaufmam (1994), no período 1994 a 1997 estão previstos investimentos em meio ambiente no valor de US\$ 250 milhões.

g) Expectativas do Programa Nacional de Desestatização

As expectativas futuras em relação ao programa são bastantes favoráveis, tanto em termos financeiros, como no ritmo das realizações das vendas, visto que o governo em abril desse ano já vendeu a Companhia Vale do Rio Doce, arrecadando US\$ 3,3 bilhões⁴⁷ no leilão de venda do controle acionário. Acrescenta-se ao fato, que a lei de regulamentação do setor de telecomunicação já foi aprovado, o que possibilitará a privatização das empresas desse ramo. As empresas do sistema Eletrobrás já foram incluídas no Programa e se encontram em fase de avaliação; ver quadro seguinte. Também já foram iniciadas as licitações para as concessões da Banda B da telefonia, no qual o governo pretende arrecadar mais de 6 bilhões de dólares.

QUADRO 9

EMPRESAS INCLUÍDAS NO PND EM FASE DE AVALIAÇÃO

EMPRESA	DATA DA INCLUSÃO
AGEF-Armazéns Gerais Ferroviários SA	10.03.92
VALEC -Eng.Construção e Ferrovias SA	10.03.92
Centrais Elétricas Brasileiras SA	25.05.95
FURNAS -Centrais Elétricas SA	25.05.95
ELETRONORTE	25.05.95
ELETROSUL	25.05.95
CHESF	25.05.95
LIGHT - participações SA(lightpar)	14.03.96
Usina Termoelétrica de Alegrete	07.08.96

Fonte:BNDES

⁴⁷ O governo espera arrecadar mais 2 bilhões de dólares com a venda do restante das ações ordinárias e das preferências.

CAPÍTULO III

IMPACTO FISCAL DO PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO

Neste capítulo desenvolve-se o modelo de medição do impacto fiscal, definindo suas variáveis e as suas correlações econômicas e financeiras. Ainda neste capítulo, mede-se o impacto fiscal das variáveis, consolidando os seus efeitos sobre a Necessidade de Financiamento do Setor Público.

Cabe ressaltar que os resultados obtidos visam mostrar a dimensão do programa brasileiro de privatização, bem como a direção dos efeitos fiscais à luz de um programa de estabilização.

I - MODELO DE MENSURAÇÃO DO IMPACTO FISCAL

I.a) PRESSUPOSTOS E CONSIDERAÇÕES DO MODELO

Com o objetivo de medir o impacto fiscal resultante do Programa Nacional de Desestatização, desenvolve-se um modelo no qual procura-se alcançar as principais variáveis econômicas e financeiras que influenciam as contas dos Governo, quais sejam encargos com juros, investimentos, arrecadação tributária, assunção de dívida e dividendos. O modelo segue a mesma lógica do adotado por Petrecolla, Porto e Gerchunoff (1993) para medir o impacto fiscal das privatizações na Argentina, onde eles medem o impacto com base na transferência de investimentos, na receita de privatização e na variação da arrecadação.

Seguem abaixo os principais pressupostos e considerações que devem ser observadas no modelo de mensuração do impacto fiscal. Em especial, salienta-se que o modelo se origina da Necessidade de Financiamento do Setor Público, visto pela ótica do governo federal e das empresas estatais, ou seja, exclui-se as esferas estaduais e municipais.

1) A Necessidade de Financiamento do Setor Público do Governo Federal (NFSP-GF), originado da execução financeira do Tesouro Nacional, pode ser medido conforme as variáveis abaixo:

$$(G-T-R) + ErDE + iDPMF(m) + i'DPMF(b) + iDI - jEF = dDPMF(m) + dDPMF(b) + EdDE$$

onde:

G = Gastos correntes do governo, exceto juros;

T = Receitas correntes e de capital;

R = Remuneração das disponibilidades do Tesouro na conta única junto ao BACEN;

DE = Dívida Externa Governamental ;

E = taxa de câmbio;

r = taxa efetiva nominal dos juros externos;

i = taxa efetiva dos juros internos;

i' = taxa de juros negociados junto ao BACEN para os títulos. Normalmente, $i' < i$;

DPMF(m) = dívida pública mobiliária federal em poder do mercado;

DPMF(b) = dívida pública mobiliária federal na carteira do BACEN;

DI = dívida interna do setor governamental, exceto dívida pública mobiliária;

j = juros das operações de crédito do governo federal para com os agentes governamentais e não governamentais;

EF = empréstimos favorecidos realizados pelo governo via operações de créditos;

d = expressa a expansão das dívidas para financiar o déficit.

É oportuno fazer alguns esclarecimentos com relação à equação acima, tais como, o lado esquerdo envolve as variáveis correntes de gastos e

receitas, que permitem calcular a NFSP com base no método "acima da linha" e do lado direito as relações de financiamento, que permitem calcular a NFSP pelo método "abaixo da linha". Este último é mais utilizado, porém serão expostos os dois métodos, visando uma melhor apresentação das variáveis que serão envolvidas no modelo.

2) A necessidade de financiamento das empresas estatais é o resultado da execução do Programa de Dispendio Global(PDG), elaborado pelas empresas no início do ano e aprovado pelo Secretaria de Controle das Estatais (SEST) do Ministério do Planejamento e Orçamento (MPO), onde é planejado todos os gastos em nível de custos, despesas financeiras, amortizações e investimentos por um lado e todas as receitas com vendas (faturamento), com empréstimos e com retornos de aplicações financeiras, por outro lado.

3) Em termos temporais, o impacto será calculado para o período 1992 ao ano 2002, tendo em vista a necessidade do ajuste fiscal em consonância com a consolidação do plano de estabilização (Plano Real). Além disso, acredita-se na continuidade do quadro econômico atual, no qual é pouco provável qualquer tipo de recuo na condução do programa de privatização.

4) Não existe subsídio econômico-financeiro na privatização para os investidores, isto é, exclui-se a possibilidade de existência de subsídio econômico-financeiro relativo à diferença entre o preço econômico da empresa (que é preço visto pela ótica do investidor licitante, no qual reflete o fluxo de rendimentos que se espera para se pagar o investimento e ainda se obter a remuneração do capital investido) e o preço de venda da empresa (preço mínimo de oferta, calculado pela empresa de consultoria licitada para esse fim, cujo o Decreto nº 724/93 determina que deve ser definido com base no fluxo de rendimentos futuros).

Em relação ao método de avaliação para se determinar o preço de venda da empresa, no capítulo que trata dos aspectos institucionais do PND foram abordadas várias posições quanto ao método do desconto do fluxo de rendimentos futuros da empresa, no entanto, vale lembrar que esse método é o

mais aceito pelos investidores, devido o fato dele considerar o potencial de receita que a empresa pode gerar. Especificamente, o método prevê as entradas financeiras que permitirão o pagamento dos juros e amortização da dívida, além do retorno do investimento. Portanto, pode-se ressaltar que o preço de venda reflete o valor econômico da empresa e que o ágio ocorrido em algumas privatizações⁴⁸ não foram decorrentes da diferença entre o preço econômico (preço máximo que o investidor poderia ofertar pela empresa) e o preço mínimo de venda, mas do deságio no mercado de moedas de privatização (moedas podres) e do número de licitantes nos leilões de privatizações.

5) Toda receita de privatização será utilizada para reduzir dívida pública. Não será considerado o mecanismo de redução de dívida indireta, que pode ocorrer quando a empresa privatizada pertence a uma holding estatal e se faz a troca da moeda de privatização, recebida na venda por Nota do Tesouro Nacional, Série P, com prazo de resgate de até 20 anos. A desconsideração deve-se ao fato de se analisar a privatização das empresas e de suas "holding".

6) O custo efetivo da rolagem da DPMF é o custo de oportunidade pela não realização da privatização, isto é, é o custo de oportunidade para manter a propriedade do ativo (do investimento)

7) Para fins de estimativa da variável relativa à auferição da receita de privatização das empresas a serem privatizadas, considera-se-á o valor da empresa para fins de venda, quando ainda não realizada a avaliação oficial, como sendo igual ao patrimônio líquido da empresa em dezembro de 1996⁴⁹. Cabe esclarecer que, conforme o pressuposto quarto, o valor de venda da empresa é calculado com base no fluxo descontado dos rendimentos futuros, no entanto, até a presente data, apenas encontra-se disponível o valor de venda da CVRD, visto que as empresas das "holding" TELEBRÁS e ELETROBRÁS

⁴⁸ conforme o BNDES, as privatizações entre 1991 a 1996 permitiram a obtenção de um ágio em torno de 11,20% sobre o valor total ofertado, ver quadro em anexo.

estão em fase de licitação para a contratação das consultorias, que avaliarão os preços de vendas de acordo o método mencionado.

As empresas que possuem boa lucratividade, onde a totalidade de seus ativos concorre para formação do seu lucro⁵⁰, o valor do patrimônio líquido se aproxima, para mais ou para menos, do valor de venda, calculado com base no fluxo de rendimentos da empresa, devido esse método considerar a performance do patrimônio líquido sobre as relações financeiras-econômicas. Por exemplo, o valor de oferta da CVRD, US\$ 10.360 milhões (10% acima do valor definido pela consultoria), ficou bem próximo do seu patrimônio líquido, US\$ 9.840,0 milhões (patrimônio líquido não ajustado pelo correção monetária). Isto deve-se a sua boa performance de lucratividade, isto é a sua capacidade de obtenção de rendimento com base no seu ativo atual, além de outras variáveis relativas: demanda, baixo grau de endividamento e tecnologia operativa⁵¹. Diante disso, e considerando que a TELEBRÁS e a ELETROBRÁS possuem relações financeiras-econômicas e tecnológicas semelhantes, é plausível a utilização dessa "approach" para se estimar o preço de venda dessas holding.

Porém, ressalta-se que a utilização do patrimônio líquido como "approach" para se estimar o preço de venda não é apropriado, quando se trata de empresas não lucrativas, com ativo alto demais para fazer face ao quadro de demanda dos seus produtos (capacidade ociosa ou setor com excesso de oferta). Isto é, a totalidade dos ativos não concorre para formação do lucro da empresa e por isso não é incorporado na mesma proporção ao patrimônio líquido. Para ilustrar essa assertiva, cita-se o caso do setor siderúrgico na fase pré-privatização (ver nota de rodapé nº 37 do capítulo II), onde o patrimônio

⁴⁹ Giambiagi e Pinheiro(1996) utilizam-se do patrimônio como "approach" para se estimar o valor da receita de privatização da União. Além disso, na imprensa brasileira é comum encontrar estimativas das receitas de privatização com base no valor do patrimônio líquido atual das empresas.

⁵⁰ Ver Neiva (1992), que trata da importância do ativo para formação do lucro da empresa(capítulo 2, item 2.8)

⁵¹ cabe ainda ressaltar que o patrimônio líquido é uma posição estática de fim de período e, "a priori", não incorpora resultados prospectivos, porém há de se considerar que uma organização eficiente, o

líquido é desproporcional a capacidade de geração de rendimento da empresa, ver quadro seguinte:

QUADRO 10

PATRIMÔNIO LÍQUIDO E PREÇO DE VENDA DE ALGUMAS EMPRESAS DO SETOR SIDERÚRGICO

Em US\$ milhões

EMPRESA	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	PREÇO DE VENDA
USIMINAS	1.214,9	1.844,9
CSN	3.779,0	1.587,0
ACESITA	405,0	470,0
CST	1.879,0	400,0

Obs: patrimônios líquidos do ano anterior a privatização de cada empresa.

Fonte: BNDES, Gazeta Mercantil 500 maiores e melhores (diversas)

I.b) MODELO TEÓRICO

Colocadas as variáveis originais (equação da NFSP acima) que podem ser alteradas com a implementação do processo de privatização e os pressupostos iniciais, pode-se definir o modelo, que medirá o efeito líquido das privatizações sobre a NFSP, qual seja:

$$EFL = RP + RFJD + AT + TI - PRK - DLA$$

onde:

EFL = Efeito Fiscal Líquido, ou seja, é o valor atual do impacto fiscal.

RP = Receita de Privatização utilizada para amortização de dívida pública. Representa todas as moedas de privatização

RFJD = redução no fluxo dos pagamentos de juros capitalizados da dívida amortizada com recursos da privatização.

resultado obtido no período tende a ser observado no período seguinte, caso não ocorra fatos externos prejudiciais.

AT = variação da Arrecadação Tributária, visto que com a privatização a empresa poderá aumentar o seu faturamento e o seu lucro tributável.

TI = transferências de investimentos, aumento de capital ou introdução de novas tecnologias, que nos próximos anos o governo teria que financiar (aporte de capital) ou que as próprias empresas estatais teriam que reinvestir (reinvestimento com lucro não distribuído) ou se financiar com recursos de terceiros (pressão sobre o mercado de crédito). Nesta variável embute-se a depreciação, que são incorporadas aos planos de investimentos.

PRK = perdas do fluxo de receitas de capital: fluxo de dividendos

DLA = mede o efeito líquido da dívida assumida pelo Tesouro no saneamento da empresa privatizada.

O impacto fiscal líquido será calculado anualmente, desde de 1992, depois consolidado e comparado ao PIB⁵², enfatizando o impacto fiscal em três períodos distintos: 1992 a 1996; 1997 ao ano 2002 e 1992 a 2002 incluindo as empresas a serem privatizadas. Além disso, será realizada uma avaliação dos seus efeitos sobre a NFSP, para isso, é preciso excluir do modelo, equação acima, as variáveis que representam estoque, no caso, amortização da dívida decorrente das receitas de privatização(RP) e a dívida assumida pelo Tesouro(DLA). Em vista da não existência de impedimento constitucional ou legal, classifica-se, nesse estudo, como empresas a serem privatizadas os grupos de empresas: Companhia Vale Rio Doce - CVRD, ELETROBRÁS e TELEBRAS.

A justificativa para adoção de um modelo dessa natureza, no qual as variáveis são medidas separadamente e depois consolidadas, baseia-se no fato de que, as variáveis econômicas e financeiras, impactadas com a privatização, podem ser analisadas de forma que se negligencie correlações com outras variáveis de caráter macroeconômico, por exemplo, a privatização

⁵² a comparação com o PIB é uma forma de dimensionar o tamanho do ajuste em relação a uma variável econômica relevante. Aliás é praxe comparar o tamanho do deficit ao PIB.

permitirá uma transferência de investimentos, pelo simples fato da ocorrência da venda da empresa para o setor privado. Outro exemplo, é que a utilização da receita de privatização para abater dívida influencia de forma positiva as contas públicas, independentemente de quaisquer alterações nas condições econômicas do país. Esse mesmo raciocínio pode ser aplicado para a variável relativa à assunção de dívida e redução dos juros. Os mesmo não se aplica a variável relativa à variação na arrecadação, que dependem da mudança da rentabilidade da empresa, porém, parte-se da premissa que a privatização melhora a capacidade lucrativa da empresa, ver quadros 21, 22 e 35 e estudos de Pinheiro (1996), que justificam essa assertiva. Esse assunto será melhor tratado nas seções referentes ao impacto da variação de arrecadação e da perda do fluxo de dividendos.

Salienta-se que não serão consideradas novas concessões de serviços públicos, como telefonia celular, banda "B", visto que não se trata de uma venda de ativos, e sim do direito de explorar um determinado serviço. Cabe destacar que a concessão não implica em transferência de plano de investimento, mas sim novos investimentos, como também não há qualquer efeito sobre o fluxo de dividendos do governo.

Por fim, ressalta-se que todas as conclusões do modelo serão direcionadas para verificar os impactos fiscais da privatização à luz de um programa de estabilização para uma economia recém saída de um processo de inflação crônica, isto é, que necessita de um ajuste fiscal suficiente para manter as condições de estabilidade econômica.

II - MENSURAÇÃO DOS IMPACTOS FISCAIS DAS VARIÁVEIS

II.a) RECEITAS DE PRIVATIZAÇÃO E A REDUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Essa variável mede o efeito fiscal decorrente da arrecadação da receita oriunda das alienações das empresas. Como receita de privatização, embute todas as moedas de privatização usadas pelos investidores na

aquisição das empresas. Cabe salientar que o Governo aceitou todas as moedas de privatização pelo seu valor de face, exceto o créditos da dívida externa, no qual era desagiado.

Até o ano de 1996, o Governo arrecadou US\$ 13.691 milhões com a privatização de 52 empresas (incluindo controle direto, indireto e participações minoritárias). Desse total 36% foi em moeda corrente, 30% em títulos da dívida securitizada, 11% em debêntures da SIDERBRÁS, 10% em Certificados de Privatização e o restante em outras moedas (OFND, TDA, créditos externos), conforme se verifica no quadro seguinte:

QUADRO 11

RECEITAS E COMPOSIÇÃO DAS MOEDAS DE PRIVATIZAÇÃO

MOEDAS	VALOR (US\$ milhões)	%
Moeda Corrente	4.982	36
Dívida securitizada	4.087	30
Debêntures Siderbrás	1.496	11
Certificados de Privatização	1.296	10
Outras	1.830	13
TOTAL	13.691	100

Obs: os valores de cada venda foram convertidos para dólar do dia da liquidação financeira. Fonte: BNDES

De acordo com o modelo adotado e suas considerações, toda a receita de privatização será direcionada para redução de dívida pública, portanto, o impacto das privatizações realizadas até 1996 sobre o modelo será de US\$ 13.691 milhões.

O nosso objetivo é mensurar o impacto das alienações até 1996 e as futuras privatizações das "holding" CVRD, ELETROBRÁS e TELEBRÁS, por isso, para se saber o impacto total, deve-se estimar o valor atual dessas "holding" para fins de alienação. Para isso, conforme já justificado no

pressuposto 7, considera-se o patrimônio líquido como uma "approach" adequada para se estimar os valores de venda da TELEBRÁS e ELETROBRÁS.

De acordo com os patrimônios líquidos das duas "holding" mais o valor já definido de venda da CVRD, estima-se que o valor a ser arrecadado pela União deverá se situar em torno de US\$ 40.401,56 milhões. Com isso, até o ano 2000, o Governo deverá arrecadar como receita de privatização US\$ 54.092,56 milhões, incluindo as privatizações realizadas até 1996, e excluindo sobras de privatização já realizadas antes de 1997.

QUADRO 12
PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA UNIÃO NAS HOLDING

Em US\$ milhões

HOLDING	Patrimônio Total	Participação da União(%)	Patrimônio da União
CVRD	10.360,00	51,13	5.297,06
ELETROBRAS	59.589,00	48,23	28.739,70
TELEBRÁS	27.661,00	23,01	6.364,80
TOTAL	97.480,00		40.401,56

obs: O valor da CVRD já é o preço de venda definido pelo BNDES. Os valores do Balanço Patrimonial das empresas foram convertidos pelo dólar médio de 1996.

FONTE: Balanços Patrimoniais, STN/MF, SEST/MPO e Boletim do Banco Central

Esse valor será o impacto fiscal referente à redução de dívida pública, no entanto, essa variável não pode ser considerada na medição do impacto fiscal sob o ponto de vista das Necessidades de Financiamento do Setor Público, devido se tratar de estoque e pela metodologia do FMI, a NFSP mede fluxos⁵³. Da redução do estoque da dívida, será medido a redução do

⁵³ Além disso, formalmente, o FMI não aceita as receitas de privatização no cálculo da NFSP, isso devido aos seguintes pontos: primeiro, para o FMI a privatização é um ajuste patrimonial, pois a venda de ativo não provoca alteração do patrimônio líquido; e segundo, a redução da dívida com receitas de privatização gera um efeito riqueza sobre o governo, provocando novos gastos ou redução de impostos, isto é, não há uma reestruturação do passivo. Segundo Tanzi(1996), "..... a venda de uma empresa pública significa

fluxo de pagamento de juros, isto é, a variável RFJD, que será calculada a seguir.

II.b) REDUÇÃO DO FLUXO DOS JUROS DA DÍVIDA(RFJD)

Como já frisado acima, o impacto da redução do fluxo dos pagamentos dos juros da dívida pública será calculado com base na redução do estoque da dívida pública, decorrente da arrecadação das receitas de privatização. O custo da rolagem da dívida pública mobiliária federal gira em torno de 23,23% a.a., taxa SELIC média de 1993 a 1995. Portanto, a economia de juros até 1996 foi de US\$ 3.193,40 milhões. Já para a redução de dívida referente a arrecadação das privatizações a serem realizadas no período 1997 a ano 2002, no qual considera-se uma arrecadação em torno de US\$ 40.401,00 milhões, a mensuração partirá da taxa SELIC atual, 1996, que foi de 18% ao ano. Portanto a economia de juros para o período de 1997 a 2002 será de US\$ 7.272,18 milhões. Consolidando os valores encontra-se um impacto total de US\$ 10.465,58 milhões, ver quadro seguinte.

QUADRO 13

IMPACTO FISCAL DAS RECEITAS DE PRIVATIZAÇÃO

US\$ milhões

PERÍODO	sobre a dívida	sobre os juros	sobre a NFSP	NFSP/PIB
1991 a 1996	13.691,00	3.193,40	3.193,40	0,43%
1997 a 2002	40.401,00	7.272,18	7.272,18	0,97%
total	54.092,00	10.465,58	10.465,58	1,40%

obs: considerado um PIB de US\$ 749.400 milhões(fonte: Banco Central e IBGE)

Vale salientar que, o valor da economia de juros depende da metodologia adotada, no nosso caso, a taxa Selic de 23% incidiu sobre todo o

uma redução de ativo no balanço patrimonial do setor público, o produto dessa venda deve ser usado para reduzir o passivo patrimonial, mediante a amortização de dívida pública".

valor da receita de privatização. Se fosse considerado esse cálculo, somente sobre o valor da receita em moeda corrente, que efetivamente foram utilizados para resgatar títulos do Tesouro, com custo médio de 23%, o valor do impacto seria menor. Contudo, é preciso verificar que a auferição das outras moedas de privatização representa um cancelamento da dívida existente, embora com um custo menor, em torno de 6%, porém se o Tesouro fosse resgatar essas moedas de privatização, teria que ir ao mercado em busca de recursos com juros de 23%. Portanto, é lógico o cálculo com base na taxa SELIC para o conjunto das moedas⁵⁴. Além disso, como mencionado no pressuposto 5 do modelo, o estudo engloba todo o processo de privatização (empresas e "holding"), eliminando assim, a possibilidade do Tesouro ter que emitir títulos para trocar com o alienante pelas receitas arrecadadas.

Efetivamente, essa economia de juros impactará a NFSP no mesmo montante, gerando um efeito em relação ao PIB de 1996 de 1,40%. O efeito fiscal das privatizações realizadas até 1996 foi de 0,43%, mostrando que essa variável isoladamente é pouco significativa, diante do ajuste necessário.

II.c) IMPACTO LÍQUIDO DAS DÍVIDAS ASSUMIDAS (DLA)

A lógica dessa variável consiste no fato que na fase pré-privatização (preparação da empresa para privatização), a maioria das empresas foram sujeitas a ajustes de caráter econômico-financeiro. O saneamento financeiro visou basicamente viabilizar a privatização da empresa, visto que com a estrutura financeira e econômica que se encontrava algumas empresas, principalmente as do setor siderúrgico, seria improvável a privatização, pois não haveria investidores interessados, ou a privatização seria realizada com um preço de oferta bastante depreciado.

⁵⁴ Para uma taxa de 23% sobre as receitas em moedas correntes (US\$ 4.982,00) e uma taxa média de 6% sobre as outras moedas de privatização, encontra-se que a economia de juros seria de US\$ 1.738,00.

Como decorrência desse saneamento, o Tesouro Nacional teve que assumir determinados passivos, ver Anexo 8 . No processo de assunção de dívida, o Governo utilizou o instrumento da securitização dos créditos vencidos e não pagos, que na realidade é uma repactuação das dívidas. A sistemática da securitização baseia-se na troca da dívida (a maioria já vencidas) por um título do Tesouro, registrado na Central de Custódia de Títulos Privados - CETIP (sistema informatizado dos títulos privados interbancário, administrado pela Associação Nacional de Distribuidores de Mercado Aberto - ANDIMA), com prazo médio de 8 anos e taxas média de juros de 6% a.a. . Além disso, esses títulos são aceitos no PND pelo valor de face, e, também pode ser negociado no mercado secundário de títulos. Como se verifica, essa sistemática permite a mudança do perfil da dívida pública (alongamento da dívida), como também a sua redução, visto que o custo financeiro é bem menor que o da dívida original. A securitização foi utilizada tanto para negociação de dívidas das empresas privatizadas, como para outros tipos de dívidas contratuais do Governo Federal.

Em termos macroeconômico, a assunção da dívida pelo Tesouro Nacional, não aumenta a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), pois representa apenas uma transferência de devedor (empresa estatal para governo federal), ou seja, inicialmente não haverá qualquer influência sobre a demanda agregada e o mercado de crédito. Já sobre a NFSP, o impacto se dará apenas na medida que o Tesouro honrar os encargos financeiros (juros) da dívida assumida.

Portanto, a variável DLA medirá o impacto fiscal relativo à dívida assumida pelo Tesouro Nacional, quando do saneamento da empresa no período pré-privatização, contudo, considerando apenas o pagamento dos juros realizados. Isto é, a mensuração da variável DLA será calculado com base no valores já pagos referentes a juros, no período 1991 a 1996.

Em dezembro de 1996, o estoque total de títulos da dívida securitizada encontrava-se na ordem de US\$ 10,47 bilhões, sendo que desse valor US\$ 5.142 milhões, 49,11%, representa dívida assumida para fins de

saneamento das empresas privatizadas até 1996. O Tesouro Nacional já desembolsou US\$ 648,00 milhões com a amortização da dívida assumida, tendo ainda pago US\$ 310,00 milhões com encargos financeiros, ver Anexo 8.

Portanto, o resultado líquido que incidiu sobre a NFSP até 1996 foi de US\$ 310 milhões, o que não implica impacto significativo, até o momento, embora se medido ao longo da maturidade dos títulos o impacto passará a ser considerável, pois a maioria dos títulos são de pagamentos de juros com carência ou pagos no vencimento de uma só vez, junto com a amortização. Considerando essas características dos títulos, até o ano 2002, o Tesouro efetuará pagamentos de juros na ordem de US\$ 1.828 milhões, tornando assim um impacto sobre a NFSP em torno de 0,24 % do PIB, ver quadro 14 .

QUADRO 14

IMPACTO FISCAL DA ASSUNÇÃO DE DÍVIDA

Em US\$ milhões

PERÍODO	IMPACTO TOTAL	IMPACTO S/NFSP	NFSP/PIB(%)
1992 A 1996	980,00	310,00	0,04
1992 A 2002	1.828,00	1.828,00	0,24

Obs: Calculado com base no Anexo 8.

II.d) IMPACTO DA TRANSFERÊNCIA DE INVESTIMENTOS (TI)

A partir de 1983, os investimentos das empresas estatais federais entram numa tendência declinante, especialmente em relação as estatais do setor produtivo, exceto o setor de Telecomunicações⁵⁵. Essa tendência é explicada pelo esgotamento da capacidade de financiamento via recursos externos, pelo aumento de outras obrigações do governo (pessoal, pagamento

⁵⁵ Parte dos investimentos desse setor é financiado pelos acionistas minoritários, que são aqueles acionistas que entram no plano de aquisição da linha telefônica, no qual prevalece adiantamentos de recursos na aquisição, somente recebendo a linha depois de pagar o financiamento. Contabilmente, essa operação entra no passivo circulante da empresa.

de juros da dívida externa e interna), e pela baixa capacidade de reinvestimento das estatais, devido a defasagem tarifária a partir de 1986.

QUADRO 15

INVESTIMENTOS DAS EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS
EM RELAÇÃO AO PIB

	Em %														
Ano	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
PIB	5,03	4,05	3,65	3,28	3,00	3,67	3,35	3,02	1,90	2,33	2,42	1,93	1,45	1,28	1,24

* dados provisórios

Fonte: SEST, diversos relatórios.

As transferências do Tesouro tiveram uma queda mais acentuada no final da década de 1980, com o aumento das transferências constitucionais para os Estados, Municípios e os Fundos Constitucionais (FNE, FNO), e o incremento em escala geométrica dos encargos da dívida pública mobiliária federal. Vale lembrar que o esgotamento da capacidade de investimento do Tesouro também é explicada pelos baixos retornos, 1,02%, dos seus próprios investimentos. Sobre esse último ponto ver seção relativa aos retornos dos dividendos.

Os pontos, comentados acima, levam a concluir que o modelo estatal de investimentos, não responde mais as reais necessidades de aporte de recursos no setor de infraestrutura, como também inibe os investimentos nas empresas estatais produtivas tipo CVRD e Petrobrás, visto que o setor privado nacional e transnacional mostra-se capaz de aplicar diretamente recursos nesses ramos de produção e de infraestrutura. Diante disso, pode-se dizer que a privatização provoca a transferência dos investimentos para o setor privado, reduzindo a necessidade de financiamento do setor público⁵⁶. Vale lembrar que um dos objetivos explícitos do PND é a transferência de investimento ao setor privado; conforme a norma legal (Lei nº 8.031/90), a privatização visa " permitir a retomada de investimentos nas atividades

econômicas das sociedades que vierem a ser transferidas à sociedade privada.

Werneck(1989) enfatiza em seu estudo sobre os efeitos macroeconômicos das privatizações, que a transferência da responsabilidade dos investimentos do setor público para o setor privado, não levaria a uma taxa de investimento global sustentável mais alta, a menos que houvesse um aumento, concomitante da taxa da poupança agregada. Essa análise para 1989 tem suas razões, em vista da conjuntura econômica da época: economia fechada para investimentos externos e sem credibilidade suficiente para que o setor privado interno se financiasse com recursos externos; além das altas taxas de inflação, controle de preços (congelamentos de preços) e incertezas econômicas. Até mesmo no início do PND, havia pouca atratividade para investimentos em setores contemplados com a privatização. Contudo, a realidade é outra, a partir da implementação das medidas de abertura econômica, desregulamentação da economia e a introdução do Plano Real. Existem claros e evidentes interesses do setor privado interno e externo em investir nos mais diversos setores da economia brasileira, principalmente nos setores de energia, telecomunicação, transporte e petróleo.

A metodologia usada para medir essa transferência e verificar os impactos sobre a NFSP é a seguinte:

a) empresas privatizadas até 1996:

para o período compreendido entre 1992 ao ano 2002, será usada a média dos valores previstos para investimento das empresas do setor produtivo estatal privatizado e constantes do Plano Plurianual de Investimentos (PPA) referente ao período 1991/1995, Lei nº 8.137/91. O cálculo irá considerar a parcela de investimento já realizado antes da privatização, para isso essa parcela será deduzida do total de investimento previsto no PPA.

⁵⁶ Segundo a revista *The Economist*, a privatização na Inglaterra possibilitou a transferência de investimento, visto que o investimento industrial privado passou de uma taxa de 7% ao ano, nos anos de 1970, para uma taxa de 12% ao ano, nos anos de 1980 (reproduzido da gazeta mercantil de 31.05.91)

b) empresas a serem privatizadas: CVRD, Eletrobrás e Telebrás

. para o período compreendido entre 1997 ao ano 2002, será usada a média dos investimentos realizados pela estatais nos anos de 1993 a 1997. Esse período contempla a taxa de crescimento dos investimentos da Telebrás, iniciada a partir de 1993, portanto, a média irá apresentar esse incremento de investimento.

. os valores da transferência anual de investimento será calculada com base numa projeção de realização das vendas das empresas, que é o seguinte:

Ano da venda	PL vendido(%)
1997	100% CVRD + 10% ELETROBRAS
1988	30% ELETROBRÁS + 40% TELEBRÁS
1999	30% ELETROBRÁS + 40% TELEBRÁS
2000	30% ELETROBRÁS + 20% TELEBRÁS

Definido com base no possível cenário de privatização, no qual considera-se o seguinte:

a) a venda da CVRD realizada em abril de 1997;

b) conclusão da privatização da LIGHT, isto é, venda da Light participações, ainda em 1997 e a venda de pequenas termoelétricas;

c) o senado já aprovou e o Presidente da República já sancionou a lei que regulamenta o setor de telecomunicação e permite a privatização do grupo Telebrás, inclusive da Embratel. Com isso, as vendas serão iniciadas a partir de 1998;

d) o governo já listou as seguintes empresas elétricas para fins de privatização nos próximos anos: Centrais Elétricas Brasileiras (Eletrobrás), Furnas (usina funil, termoelétrica de santa cruz e roberto silveira), Eletronorte, CHESF, Eletrosul e a Usina Termoelétrica de Alegrete.

Exposta a metodologia, cabe agora realizar a medição dos impactos, partindo dos dados e das estimativas delineadas acima.

i) medição do impacto da transferência de investimentos das empresas já privatizadas

A medida que a empresa estatal era privatizada, ocorria um cancelamento da dotação orçamentária fixada para aquela empresa, por exemplo, o Plano Plurianual fixava o investimento da USIMINAS ao longo de 1991 a 1995 em torno de US\$ 904 milhões, ao dólar de maio de 1990, o que representa investimento médios anuais em torno de US\$ 180 milhões. Como a Usiminas foi privatizada em 1991, as dotações estabelecidas para esta empresa foi cancelada em US\$ 703 milhões, o que representa uma transferência de investimento para o setor na mesma dimensão.

Seguindo o raciocínio acima, verifica-se que a privatização entre 1992 a 1995 permitiu uma redução no programa de dispêndio global das estatais da ordem de US\$ 2.749 milhões, isto é, houve uma a transferência de investimentos para setor privado, no período 1992 a 1995 que montou em US\$ 2.749 milhões, conforme quadro 16. Mantida a média de investimento para o ano de 1996 em diante, na ordem de US\$ 687,25 milhões por ano, pode-se estimar que a transferência foi de US\$ 3.436,25 milhões para o período 1992 a 1996, e de US\$ 7.559,75 milhões para o período de 1992 a 2002, ver quadros 16 e 17 .

QUADRO 16
TRANSFERÊNCIA DE INVESTIMENTO
EMPRESAS JÁ PRIVATIZADAS

Em US\$ mil

EMPRESA	INVESTIMENTO FIXADO	MÉDIA ANUAL	TRANSF.DE INVESTIMENTO
CELMA	25.257	5.051	20.205
EMBRAER	565.863	113.172	113.172
COSINOR	7.524	1.504	6.019
USIMEC	14.002	2.800	11.202
ACESITA	305.669	61.133	183.401
AÇOMINAS	507.222	101.444	202.888
AÇOS PIRATINI	35.975	7.195	21.585
CST	542.858	108.571	325.715
CSN	610.155	122.031	244.062
COSIPA	360.264	72.052	288.211
USIMINAS	904.704	180.940	723.763
ESCELSA	284.626	56.925	56.925
CNA	54.625	10.925	32.775
COPEL	403.196	80.639	241.917
FOSFÉRTIL	48.151	9.630	28.890
GOIASFÉRTIL	6.241	1.248	3.744
ICC	30.201	6.040	24.161
PETROFLEX	146.484	29.296	87.890
PQU	281.102	56.220	56.220
ULTRAFÉRTIL	191.034	38.206	76.413
			2.749.169

Obs: 1) Os valores foram convertidos pela cotação do dólar de maio de 1990.

2) não foi incluído os investimentos fixados para petroquímica, petrofértil.

FONTE: Lei nº 8.137/91 e Conjuntura Econômica - FGV

QUADRO 17
 INVESTIMENTOS TRANSFERIDOS E O IMPACTO FISCAL
 POR PERÍODO

US\$ MIL

PERÍODO	INVESTIMENTO TRANSFERIDO	IMPACTO S/ NFSP	NFSP/PIB (%)
1992/95	2.749.169	2.749.169	0,37
1996	687.250	687.250	0,09
1992/96	3.436.250	3.436.250	0,46
1997/2002	4.123.500	4.123.500	0,55
1992/2002	7.559.750	7.559.750	1,02

Em termos de impacto fiscal sobre a NFSP, a transferência de investimento para o setor privado no período 1992 a 1996 foi em torno de 0,46% do PIB, Já se for considerado, as estimativas referentes ao período 1992 a 2002, haverá um acréscimo de 0,57 do PIB, o que irá perfazer um impacto fiscal na ordem de 1,02%.

ii) transferência de Investimentos dos 3 grandes grupos

No período de 1993 a 1997, a média dos investimentos dos 3 grupos representam 65,27 % dos investimentos de todo o setor estatal produtivo. Realizados os cálculos da transferência dos investimentos, com base na metodologia adotada, encontra-se que a privatização da CVRD, Telebrás e Eletrobrás permitirá a transferência para o setor privado de um montante investimento na ordem de US\$ 31.753 milhões, no período compreendido entre 1997 ao ano 2002. Esse valor corresponde 4,23 % do PIB, o que representa um impacto bastante significativo sobre as NFSP.

QUADRO 18

INVESTIMENTOS DOS TRÊS GRUPOS - período 1990 a 1997

US\$ milhões

Ano	CVRD	Eletróbrás	Telebrás	total	Inv. SPE(*)	IG/ISPE(*)
1993	287.767	1.394.822	3.265.593	5.308.182	8.105.457	65,48
1994	283.831	1.414.005	3.699.888	5.397.724	8.094.387	66,68
1995	538.065	1.295.259	4.465.763	6.299.087	11.093.669	56,78
1996	472.532	1.903.542	5.566.676	7.942.750	11.974.696	66,32
1997	513.277	1.995.010	7.995.951	10.504.238	14.769.230	71,12
média	419.094	1.800.527	4.998.774	7.090.396	13.509.360	65,27

obs: estimativa para 1997, de acordo com a lei orçamentária anual

Fonte: Relatórios SEST/MPO e Lei nº 8.137/91.

IG : investimentos dos 3 grupos; ISPE: investimento total do setor produtivo estatal

QUADRO 19

TRANSFERÊNCIAS DE INVESTIMENTOS A SEREM REALIZADOS
E O SEU IMPACTO FISCAL

US\$ MIL

ANO	INVEST. TRANSFERIDOS	IMPACTO S/ A NFSP
1997	712.778	712.778
1998	3.252.446	3.252.446
1999	5.792.114	5.792.114
2000	7.332.028	7.332.028
2001	7.332.028	7.332.028
2002	7.332.028	7.332.028
TOTAL	31.753.423	31.753.423

iii) Consolidação dos investimentos transferidos

Consolidados os dados, encontra-se que o Programa Nacional de Desestatização, sob a ótica da privatização das empresas do setor produtivo, possibilitará a transferência de investimentos na ordem de US\$ 39.313 milhões, no período de 1992 ao 2002. Em relação ao PIB representa 5,24%, o que corresponde ao maior impacto, quando comparado com as outras variáveis do modelo adotado. O impacto da transferência na Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) será da mesma ordem financeira, ou seja, de 5,24% do PIB, representando uma variável muito expressiva no ajuste fiscal do Governo, no seu programa de estabilização econômica. Resultado dessa dimensão já era esperado, visto que vários estudos, Giambiagi/Pinheiro (1995), Pinheiro (1996), constataram que com a privatização há uma significativa transferências de investimento para o setor privado (ver nota de rodapé 56).

QUADRO 20

TRANSFERÊNCIAS DE INVESTIMENTOS E IMPACTO FISCAL

dados consolidados

US\$ mil

PRIVATIZAÇÃO	TRANF. INVEST.	IMPACTO S/ NFSP	% PIB
1991 a 1996	3.436,20	3.436,20	0,46
1991 a 2002	39.313,15	39.313,15	5,24

obs: PIB 1996 : US\$ 749,4 bilhões

II.e) IMPACTO FISCAL DO AUMENTO DA ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA (AT)

Do ponto de vista econômico, essa variável tem uma grande importância, pois através dela pode-se visualizar, além do impacto fiscal, o aumento da rentabilidade das empresas após a privatização. Acrescenta-se ainda que com a privatização, reduz-se a possibilidade de atrasos e inadimplências tributárias (impostos e contribuições sociais). Até 1992, a dívida das estatais para com o fisco situava-se em torno de US\$ 8,7 bilhões, e a Receita Federal, por questões políticas e administrativas, não acionava as empresas estatais juridicamente para cobrança da dívida. Quanto ao aspecto microeconômico, o aumento da arrecadação tributária está intimamente relacionada ao aumento da rentabilidade da empresa e ao crescimento da capacidade produtiva. Portanto, comprovado na prática os estudos, que as empresas privadas têm uma rentabilidade maior que as empresas estatais, conforme se verifica nos quadros 21, 22 e 35 e nos estudos de Pinheiro (1996), a gestão privada das empresas resultará em um aumento na arrecadação tributária.

Inicialmente, deve-se salientar que a mensuração refere-se somente ao imposto de renda da pessoa jurídica, tendo em vista que a medição envolve o impacto fiscal decorrente do aumento da lucratividade da empresa. Diante disso, é plausível não considerar o impacto sobre os impostos decorrentes do aumento do faturamento da empresa, imposto sobre produtos industrializados e imposto sobre circulação e de mercadorias e serviços⁵⁷. Salienta-se ainda que, a empresa pode obter aumentos da rentabilidade, sem

⁵⁷ Todo aumento de arrecadação tributária, seja federal, estadual ou municipal, reduz a Necessidade de Financiamento do Setor Público(NFSP).

necessariamente haver incrementos no seu faturamento, através de redução de custos.

No Brasil, as empresas não-financeiras que recolhem imposto com base no critério do lucro real, provisionam para fins de imposto um percentual do lucro operacional, deduzidos (ou acrescidos) o saldo líquido das transações não operacionais, o saldo da correção monetária, a contribuição social e as participações⁵⁸. Necessariamente a empresa não paga o provisionado, podendo ser maior ou menor, conforme o cálculo do lucro real, quando do ajuste no ano seguinte do exercício apurado. Vale mencionar que, pela legislação tributária, os prejuízos dos anos anteriores podem ser compensados no exercício fiscal corrente.

A representatividade do impacto fiscal do aumento da arrecadação será proporcional ao aumento do lucro da empresa após a sua privatização, pois conseqüentemente a provisão para o imposto de renda aumentará, repercutindo dessa forma sobre a NFSP.

Para o cálculo do impacto fiscal dessa variável, usar-se-á a seguinte metodologia:

1) levantamento do patrimônio líquido total do grupo de empresas já privatizadas e a privatizar (inclui o capital da União e o capital de outros acionistas)

2) encontrar a rentabilidade patrimonial (RP),⁵⁹ que é a razão lucro líquido (lucro depois de deduzido a provisão do imposto de renda) - LL - e o patrimônio líquido (PL), isto é:

⁵⁸ Na realidade à alíquota é adicionado uma alíquota complementar para as empresas que obtiveram lucro real acima de um limite definido por lei. Para fins de facilitação dos cálculos, neste estudo será usado uma alíquota média, que já absorve o adicional, definida com base no valor mínimo e máximo da alíquota efetiva, ver anexo 1.

⁵⁹ A rentabilidade patrimonial é o lucro líquido (após a provisão para o imposto de renda) dividido pelo patrimônio líquido. A lógica econômica para essa relação financeira baseia-se no fato que o lucro é o fator de remuneração do capital investido, por isso, essa relação mede o retorno do capital próprio investido na empresa. A vantagem desse índice está relacionado a possibilidade dele medir a capacidade de geração de recursos da empresa sobre o ponto de vista da eficácia, visto que o lucro é decorrente da boa administração da empresa. Segundo Weston/Copeland (1992) essa relação financeira é sensível a

$$RP = LL / PL$$

Com isso, calcula-se a rentabilidade patrimonial média por setor das empresas privatizadas e dos grupos CVRD, Telebrás e Eletrobrás, empresas a serem privatizados.

3) Com base no Patrimônio Líquido do setor das empresas controladas pela União privatizadas e a rentabilidade setorial média, calculada através da equação acima, encontra-se o lucro líquido dessas empresas. Esse mesmo procedimento vale para os 3 grupos a privatizar.

4) conhecido o lucro líquido e sabendo a alíquota do imposto de renda da pessoa jurídica, t , calcula-se a arrecadação tributária(AT) para os períodos anteriores e posteriores a privatização, conforme fórmula abaixo:

$$AT = LL / 1-t$$

onde, t representa a alíquota do imposto mais o adicional que incide sobre a parcela excedente ao um determinado limite de lucro (ver anexo)

a) cálculo do impacto das empresas já privatizadas

A rentabilidade setorial média do grupo de siderurgia foi em torno de -4,97%, no período anterior a privatização, e após a privatização, a rentabilidade passou a ser positiva, 3,7 %, ver quadro, portanto, considera-se-á como impacto desse setor, toda a arrecadação do imposto de renda da pessoa jurídica após a privatização. Logicamente que mesmo com rentabilidade média negativa, algumas empresas podem ter recolhido tributo no período anterior a privatização, entretanto, pelo método adotado, no qual calcula a arrecadação por setor, não faz sentido considerar alguma arrecadação no período pré-privatização. Ademais, como os prejuízos fiscais dos exercícios passados são

mudanças cíclicas da economia, onde determinada empresa pode apresentar um lucro incompartível com o tamanho do seu patrimônio líquido.

deduzidos do lucro do exercício, é plausível considerar que a arrecadação no período tenha sido insignificativa. Já Para os setores petroquímico/fertilizante e elétrico, a metodologia será a descrita nos itens de 1 e 4 acima, pois esses setores, enquanto estatal, operavam com rentabilidade positiva, ver quadros 22 e 23 .

QUADRO 21

RENTABILIDADE MÉDIA DAS EMPRESAS PRIVATIZADAS - Siderurgia

EMPRESA	RENTABILIDADE MÉDIA (pre-privatização)	RENTABILIDADE MÉDIA (pós-privatização)
USIMINAS	12,83	13,47
CSN	-14,31	2,70
CST	- 1,38	6,20
AÇOMINAS	- 4,96	0,66
ACESITA	-12,00	6,20
COSIPA	-10,52	- 7,00
MÉDIA	-4,97	3,7

(*) no cálculo da média inclui-se apenas as empresas que tinham média para o pré e pós privatização.

Fonte: Relatórios SEST/MPO, Exame (diversos números).

QUADRO 22

RENTABILIDADE MÉDIA DAS EMPRESAS PRIVATIZADAS - Petroquímica

EMPRESA	RENTABILIDADE MÉDIA (pre-privatização)	RENTABILIDADE MÉDIA(pós-privatização)
COPEL	7,75	3,10
COPEL	- 0,84	4,30
POLIOLEFINAS	1,37	(*)
PQU UNIÃO	-0,93	1,00
MÉDIA	1,99	2,80

(*) dados não suficientes para média, devido ao recente processo de privatização

(**) no cálculo da média geral inclui-se apenas as empresas que tinham média para o pré e pós privatização. fonte: Relatórios SEST/MPO, Exame(diversos números).

QUADRO 23

RENTABILIDADE DO SETOR ELÉTRICO (anterior a privatização)

ANO	RENTABILIDADE
1992	1,59
1993	1,07
1994	2,76
1995	1,07
MÉDIA	1,62

Obs: considera-se a rentabilidade da ELETROBRÁS

Fonte: Balanços Patrimoniais, Relatórios SEST/MPO e EXAME

Com base na metodologia acima descrita e nos dados referentes as rentabilidade setoriais e as alíquotas médias de imposto de renda (anexo 9), encontra-se que o impacto fiscal do aumento da arrecadação para as empresas já privatizadas, para o período de 1992 até 1996, foi da ordem de US\$ 915,02 milhões, conforme quadro seguinte. Esse resultado mostra que as privatizações já realizadas geraram um aumento de arrecadação pouco representativa, algo em torno de 0,12% ao longo dos 5 anos. O Impacto melhora quando se estende o período para o ano 2002, que passa a ser de 0,38%.

QUADRO 24

IMPACTO FISCAL DO INCREMENTO DA ARRECADAÇÃO POR SETOR
EMPRESAS JÁ PRIVATIZADAS

Em US\$ milhões

SETOR	INCREMENTO DA ARRECADAÇÃO		IMPACTO NFSP		NFSP/PIB	
	1992 A 1996	1992 A 2002	1992/96	1992/2002	92/96	92/2000
SIDERURGIA	599,23	1.211,61	599,23	1.211,61	0,08	0,16
PETROQUÍM.	295,62	866,52	295,62	866,52	0,04	0,12
ELÉTRICO	20,19	779,57	20,19	779,57	-	0,10
TOTAL	915,02	2.857,77	915,02	2.857,77	0,12	0,38

OBS: O quadro é uma consolidação dos quadros 25, 26 e 27.

QUADRO 25

ARRECAÇÃO TRIBUTÁRIA E IMPACTO FISCAL

SETOR DE SIDERURGIA

Em US\$ milhões

ANO	PL TOTAL	LUCRO LÍQUIDO	ARRECAÇÃO	ARREC. ACUMULADA
1992	2.972,00	117,99	50,57	50,57
1993	4.412,30	175,17	75,07	125,64
1994	10.283,40	408,25	174,96	300,60
1995	10.283,40	408,25	196,57	497,17
1996	10.283,40	408,25	102,06	599,23
1997	10.283,40	408,25	102,06	701,29
1998	10.283,40	408,25	102,06	803,35
1999	10.283,40	408,25	102,06	905,41
2000	10.283,40	408,25	102,06	1007,47
2001	10.283,40	408,25	102,06	1.109,53
2002	10.283,40	408,25	102,06	1.211,61
total			1.211,61	

obs: 1) Para o cálculo do lucro líquido foi usada uma rentabilidade setorial privada média de 3,7, ver quadro 21.

2) no cálculo da arrecadação tributária foram usadas as alíquotas tributária(t) de 30% para o período 1992/94; 32,5% para 1995 e 20% em 1996.

QUADRO 26
ARRECAÇÃO TRIBUTÁRIA E IMPACTO FISCAL
SETOR PETROQUÍMICO

Em US\$ milhões

ANO	PL TOTAL	LLEST	ARREST	LLPRIV	ARRPRIV	ARLIQ	ARLIQAC
1993	2.577,80	51,30	21,98	177,09	75,89	53,91	53,91
1994	3.076,90	61,23	26,24	211,38	90,59	64,35	118,26
1995	3.741,10	74,45	35,85	257,01	123,75	87,90	206,16
1996	7.333,00	145,93	36,48	503,78	125,94	89,46	295,62
1997	7.799,30	155,21	38,80	535,81	133,95	95,15	390,77
1998	7.799,30	155,21	38,80	535,81	133,95	95,15	485,92
1999	7.799,30	155,21	38,80	535,81	133,95	95,15	581,22
2000	7.799,30	155,21	38,80	535,81	133,95	95,15	676,22
2001	7.799,30	155,21	38,80	535,81	133,95	95,15	771,37
2002	7.799,30	155,21	38,80	535,81	133,95	95,15	866,52
total					1.219,90	866,52	

obs: 1) no cálculo do lucro líquido foi usada uma rentabilidade 6,87, ver anexo.

2) No cálculo da arrecadação tributária foram usadas alíquotas tributária(t):
30% para o período 1992/94; 32,5% para 1995 e 20% para 1996 em diante.

QUADRO 27
ARRECAÇÃO TRIBUTÁRIA E IMPACTO FISCAL - SETOR ELÉTRICO

Em US\$ milhões

ANO	PL TOTAL	LLEST	ARREST	LLPRIV	ARRPRIV	ARRLIQ	ARRLIQAC
1996	771,40	12,50	3,12	93,19	23,30	20,17	20,17
1997	4.840,40	78,41	19,60	584,67	146,17	126,57	146,74
1998	4.840,40	78,41	19,60	584,67	146,17	126,57	273,30
1999	4.840,40	78,41	19,60	584,67	146,17	126,57	399,87
2000	4.840,40	78,41	19,60	584,67	146,17	126,57	526,44
2001	4.840,40	78,41	19,60	584,67	146,17	126,57	653,00
2002	4.840,40	78,41	19,60	584,67	146,17	126,57	779,57
total					900,30	779,57	

obs: 1) no cálculo do lucro líquido foi usada rentabilidade privada de 12,08%,
ver anexo 11, e setorial estatal de 1,62%, ver quadro 23.

2) no cálculo da arrecadação tributária foram usadas alíquotas tributária(t):
30% para o período 1992/94; 32,5% p/ 1995 e 20% p/ 1996 em diante, ver anexo 9.

b) estimativa do impacto do incremento de arrecadação das empresas a serem privatizadas

A rentabilidade média patrimonial das CVRD antes da privatização, para o período 1993 a 1996, foi de 4,71%. Para fins de estimar incremento do recolhimento do imposto de renda da pessoa jurídica da empresa, após a sua privatização, considera-se a rentabilidade média do setor de mineração do período 1993 a 1996, conforme anexo 12, que foi de 8,56%. Essa diferença de taxa de rentabilidade, que aumenta o lucro líquido da empresa, propicia um acréscimo de arrecadação em torno de US\$ 539,04 milhões, ao longo do período 1997 ao ano 2002, ver quadro seguinte. Para a estimativa do incremento da arrecadação tributária da TELEBRÁS e ELETROBRÁS serão usadas as rentabilidades médias patrimoniais do período 1993 a 1996, que foram respectivamente 5,62% e 2,23%, ver quadro 28. Comparando essas médias com as médias setor de telecomunicação e energia elétrica, encontra-se que a privatização dessas duas "holding" permitirá um aumento na provisão de arrecadação do imposto de renda da TELEBRÁS e da ELETROBRÁS.

QUADRO 28
RENTABILIDADE PATRIMONIAL DAS TRÊS HOLDINGS

HOLDING	1993	1994	1995	1996	MÉDIA
CVRD	4,00	6,65	3,13	5,05	4,71
ELETROBRÁS	1,07	2,76	1,07	4,01	2,23
TELEBRÁS	7,00	2,63	2,88	9,96	5,62

FONTE: EXAME MAIORES E MELHORES E SEST/MPO

QUADRO 29
RENTABILIDADE PATRIMONIAL SETORIAL

SETORES	1993	1994	1995	1996	MÉDIA
MINERAÇÃO*	10,24	8,56	7,08	8,36	8,56
TELECOM.**	13,39	17,88	18,63	19,43	17,33
ENERGIA**	12,62	14,21	14,83	10,03	12,80

FONTE: * EXAME MAIORES E MELHORES E ** Bussines Week(july 94, 95 96 e 97), ver anexos 10, 11 e 12.

Consolidando os resultados das estimativas do aumento da arrecadação para as três empresas, encontra-se um impacto fiscal de US\$ 7.395,00 milhões ao longo de 1997 ao ano 2002, que corresponde 0,99% do PIB, ver quadro seguinte:

QUADRO 30
ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA LÍQUIDA

Em US\$ milhões

ANO	PL VEND	LL EST.	ARRE EST	LL PRIV	ARRE PRI	ARRE LIQ	ARRE ACUM
1997	16.318	620,82	155,21	1.628,71	407,18	251,98	251,98
1998	28.940	1.032,97	258,84	4.193,00	1.048,35	790,11	1.042,09
1999	28.940	1.032,97	258,24	4.193,00	1.048,35	790,11	1.832,20
2000	23.408	709,54	177,39	3.240,77	810,19	632,80	2.465,00
2001	0	3.396,30	849,08	13.255,19	3.314,07	2.465,00	4.930,00
2002	0	3.396,30	849,08	13.255,19	3.314,07	2.465,00	7.395,00

PL VEND : patrimônio líquido total vendido; LL EST : lucro líquido enquanto estatal;

LL PRIV: lucro líquido depois de privatizada; ARRE EST: arrecadação tributária enquanto estatal; ARRE PRIV : arrecadação tributária depois de privatizada;

ARR LIQ : arrecadação tributária líquida ou acréscimo de arrecadação pós privatização

c) Consolidação dos dados relativos ao aumento da arrecadação e ao impacto fiscal

O impacto relativo ao incremento da arrecadação somente será representativo se forem privatizadas os grandes grupos, no caso específico a CVRD, TELEBRÁS e ELETROBRÁS. As privatizações já realizadas, em conjunto com a dos grupos, permitirão um acréscimo de arrecadação de 1,38 % do PIB, ao longo do período 1992 ao ano 2002, o que trará impacto positivo sobre a NFSP da mesma dimensão. Em relação as privatizações já realizadas, é interessante notar que ele é pouco expressivo, mas que no período 1992 a 2002 passa a ser considerável, ver quadro 31.

QUADRO 31

AUMENTO DA ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA E O IMPACTO FISCAL (consolidado)

US\$ milhões

PERÍODO	ARRECADAÇÃO	IMPACTO s/ NFSP	NFSP/ PIB(%)
1992 a 1996	915,02	915,02	0,12
1997 a 2002	9.337,75	9.337,75	1,26
1992 a 2002(*)	10.252,77	10.252,77	1,38

(*) 915,02 + 1.942,75 + 7.395

II.f) MENSURAÇÃO DO IMPACTO DA PERDA DOS DIVIDENDOS (PRK)

II.f.1) Considerações iniciais sobre os dividendos recebidos pelo Tesouro Nacional e análise da taxa de retorno dos dividendos pelo patrimônio líquido

Entre 1993 e 1996 apenas 16 empresas estatais, de um total de 66 empresas do setor produtivo estatal (inclusive 20 empresas públicas e 16 participações minoritárias), recolheram dividendos aos cofres do Tesouro Nacional, sendo que, em termos financeiros, foram recolhidos US\$ 179.836 mil em 1993; US\$ 405.094 mil em 1994; e US\$ 290.638 mil em 1995. Desses totais,

os 4 grandes grupos de empresas, CVRD, PETROBRÁS, ELETROBRÁS e TELEBRÁS, recolheram US\$ 122.287 mil em 1993; US\$ 334.653 mil em 1994; e US\$ 261.861 mil em 1995, o que correspondem, respectivamente, a 67,99%, 82,61% e 90,00% em relação ao total recolhido. O restante, basicamente, foi recolhido pelas instituições financeiras, inclusive BNDES, conforme se pode verificar no quadro a seguir:

QUADRO 32
DIVIDENDOS RECOLHIDOS AO TESOIRO NACIONAL
período 1993 a 1995

Em US\$ mil

EMPRESAS	1993	1994	1995
Banco do Brasil	37.037	19.129	(**)
Meridional	(*)	1.497	4.833
BNB	783	692	1.475
BNDES	19.224	44.018	13.000
Cia. Docas do Ceará	(*)	971	642
Casa da Moeda	-	1.840	-
CODEVASF	-	836	208
CVRD	41.932	50.730	69.428
COPERBO	-	14	2
ELETROBRÁS	37.960	200.134	89.701
FRANAVE	(**)	23	(**)
INFRAERO	44	273	2
PETROBRÁS	27.971	63.327	70.000
SERPRO	(**)	1.088	-
TASA	461	60	5.152
TELEBRÁS	14.424	20.462	35.732
TOTAL	179.836	405.094	290.175

Fonte: DICOR/COREF/STN/MF

(*) lucro líquido absorvido pelos prejuízos acumulados

(**) a empresa teve prejuízo no exercício

No período de 1989 a 1992, a situação, em termos relativos à participação do recolhimento dos dividendos dos 3 grandes grupos, era idêntica ao período acima analisado. Isto é, os grupos respondiam pela quase totalidade dos dividendos recolhidos ao Tesouro. Esse comportamento pode ser visualizado no levantamento realizado Giambiagi/Pinheiro (1995), conforme quadro seguinte:

QUADRO 33

DIVIDENDOS RECOLHIDOS AO TESOIRO NACIONAL

1988 A 1992

US\$ MIL

EMPRESA	1988	1989	1990	1991	1992
B.BRASIL	68,479	9,708	31,448	29,847	45,071
B.Meridional	0	0	2,773	466	0
BASA	2,221	102	0	0	0
BNB	2,348	585	406	95	125
BNDES	0	0	0	3,403	0
CEF	0	10,599	0	0	0
CODERN	0	0	0	57	0
CODESP	0	0	0	0	197
CMB	0	0	1,122	0	0
CVRD	25,648	90,260	15,210	35,098	22,248
ELETROBRÁS	19,356	30,648	25,378	12,536	52,199
INFRAERO	12	9	178	29	33
IRB	1,824	2,278	491	2,058	141
PETROBRÁS	107,815	45,139	27,482	6,054	23,741
TASA	311	193	169	0	48
TELEBRAS	15,562	7,482	7,223	6,519	80,518
TOTAL	243.576	197.003	111.880	96.162	224.321

FONTE: GIAMBIAGI E CASTELAR(1995)

Especificamente, pesquisou-se dados relativos à distribuição dos dividendos das empresas privatizadas até o ano de 1996, contudo, nada foi encontrado para o período entre 1989 a 1996⁶⁰. Isso não implica que as empresas apresentaram somente prejuízos, existem outras situações que podem mostrar o fraco desempenho dos retornos dos investimentos do Tesouro. Por exemplo: a empresa teve lucro, porém não distribuiu dividendos devidos aos seguintes motivos: o lucro líquido destinou-se a absorver prejuízos acumulados; foi lucro inflacionário; dispensa de recolhimento para incorporação no capital social e destinação para constituir reservas; e dispensa de recolhimento devido a fase pré-operacional da empresa. Segue a relação de algumas empresas que se enquadra na situação mencionada:

QUADRO 34

LUCRO LÍQUIDO ANUAL DE ALGUMAS ESTATAIS E SUA DESTINAÇÃO

R\$ mil

EMPRESA	1993	1994	1995	DESTINAÇÃO
BASA	869	28.848	(*)	absorvido para prejuízos acumulados
Casa da Moeda	6.825	17.203	(*)	1993 - absorvidos pelo prejuízos acumulados 1994 - formação de reservas
CEF	133.100	(*)	(*)	1993 - absorvido p/ prejuízo acumulado
ENGEPRON	1.104	2.264	2.246	incorporado ao capital social (decreto 98160/89)
CODEBAR	8.450	(*)	(*)	lucro inflacionário

Fonte: COREF/STN (*) prejuízo no exercício

Vale salientar que não foi encontrado dados nem para as grandes empresas privatizadas, no caso USIMINAS, CST, CSN. A explicação provável para esse fato pode se encontrar na forma organizacional da "holding"

⁶⁰Foram consultados o Sistema de Administração Financeira do Governo Federal(SIAFI), gerenciado pela

SIDERBRÁS, pois as empresas siderúrgicas pertenciam a esta "holding". Como a SIDERBRÁS era sempre deficitária, os lucros apresentados pelas empresas participantes eram absorvidos pelo resultado geral da "holding", conseqüentemente não havia distribuição de dividendos. Essa raciocínio ganha força quando se analisa os lucros líquidos dessas empresas, nos quatro anos anteriores a suas privatizações, no qual constata-se que a rentabilidade patrimonial média⁶¹ dessas empresas é negativa, em torno de 4,97%, ver quadro 21.

Os resultados das empresas mudam consideravelmente quando elas são privatizadas, isto é, as empresas privatizadas tendem a melhorar seus desempenhos financeiros-econômicos. Tanto é verdade que a rentabilidade média das empresas do setor siderúrgico após a privatização situa-se em torno de 3,7%, ver quadro 21. Aliás é comum a assertiva que as empresas privadas são mais rentáveis que as empresas de capital público. Estudo da Fundação Getúlio Vargas, Conjuntura Econômica de dezembro de 1995, mostra que a rentabilidade patrimonial média das empresas de capital privado excede a das estatais no período de 1990 a 1994, ver quadro 35. Pinheiro(1996) analisou o comportamento das empresas privatizadas nos períodos "ex-ante" e "ex-post" a venda, concluindo que a rentabilidade patrimonial das empresas aumentou no período ex-post, principalmente em relação as privatizações realizadas na década de 1990, onde a média da rentabilidade patrimonial passou de -0,21% para 4,20%.

Secretaria do Tesouro Nacional, os relatórios da SEST e os Balanço Geral da União.

⁶¹A rentabilidade patrimonial mede o retorno do investimento dos acionistas da empresa, ver maiores detalhes na seção sobre arrecadação.

QUADRO 35

RENTABILIDADES DAS EMPRESAS PRIVADAS E ESTATAIS NO BRASIL

ano	empresas de capital privado	empresas de capital público
1990	-3,89	-7,41
1991	-2,60	-1,12
1992	0,62	-2,19
1993	3,26	-0,44
1994	9,80	1,39
MÉDIA	1,43	-1,95

obs: o levantamento considerou 951 empresas de capital privado e 49 empresas de capital público.

Fonte: Revista Conjuntura Econômica da FGV, dez/95

O aumento da rentabilidade das empresas, no período após a sua privatização, é um ponto bastante discutido, principalmente em relação às variáveis motivadoras dessa mudança tendencial de performance operacional. As possíveis variáveis que poderiam explicar essa inversão de resultados, giram em torno do saneamento financeiro da empresa na fase de preparação para privatização; a alteração na política tarifária (alguns chamam de quase-renda); e a implantação de técnicas gerenciais administrativas, de planejamento (investimento, fusão, incorporação) e de comercialização (compra de insumo e venda do produto final), que anteriormente alguma norma legal ou estratégia governamental inviabilizava a implementação. Comentar-se-á os três pontos, contudo, não se fará uma análise minuciosa, visto que o objetivo da dissertação não é mostrar em primeiro grau questões intrínsecas do processo de privatização, e sim os seus efeitos sobre as contas públicas.

O saneamento financeiro das empresas reduziu o grau de endividamento de muitas empresas, tanto que o Tesouro assumiu uma dívida que monta em torno de US\$ 5.460 milhões, ver Anexo 8. Na seção referente a essa variável medimos o seu efeito líquido e encontrou-se um valor de US\$

1.828 milhões. Ressalta-se que o saneamento financeiro em qualquer empresa privada ou pública, em si, não é a condição suficiente para consecução do aumento da rentabilidade. O saneamento financeiro deve vir junto de outras medidas administrativas e gerenciais (racionalização da produção, redução de custo desnecessários, novas técnicas etc.). Vale lembrar, que em 1986, com recursos do Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND) e em 1988, com recursos das emissões de debêntures, cuja aquisição foi compulsória, o governo federal injetou dinheiro no setor siderúrgico, tanto para investimento, como para pagamento de dívidas, e mesmo assim a "holding" SIDERBRÁS manteve-se deficitária e a maioria de suas participantes continuou apresentando baixa rentabilidade.

Em relação a política tarifária, vários estudos Werneck (1988), IESP/FUNDAP (1993) apontam que o governo usou as tarifas dos bens produzidos pelas estatais para conter pressão inflacionária, logicamente, isso afetou o faturamento e a rentabilidade das empresas estatais. Entretanto, a mesma política tarifária adotada para a USIMINAS foi a adotada para a CSN e CST, porém a rentabilidade da USIMINAS é bem maior que as dessas duas empresas, levando a crer que existem outras variáveis (excesso de pessoal, política salarial em desacordo com a política tarifária, técnicas de produção, produtividade por empregado) por trás da performance das empresas. Além disso, o Governo compensa a perda da receita oferecendo subsídios, nem sempre explícitos, a empresas ou de forma setorial, como foi o caso do plano de saneamento financeiro implantado no setor siderúrgico entre 1986 a 1988⁶².

Após a privatização, os preços tendem a seguir outra trajetória, isto é, saem os subsídios e a defasagem tarifária, gerando o preço final do produto com base no mercado. Na Argentina, segundo Petrecolla e Porto (1993) a garantia de revisão das tarifas dos bens e serviços das empresas

⁶² Para ilustrar pode-se citar o subsídio na área elétrica, chamada de Conta de Resultado de Compensação -CRC, que funcionava da seguinte forma: a empresa tinha que obter uma determinada rentabilidade anual, caso ela não atingisse o Governo injetava na empresa um valor sobre o lucro suficiente para a consecução da rentabilidade almejada (Ver Decreto-Lei nº 2.432/88).

privatizadas gerou um renda adicional para os investidores, o que ele chamou de "quase-renda". No início do processo de privatização, essa expectativa não foi considerado para fins de cálculo do valor presente da empresa, gerando um perda potencial de arrecadação para o governo. No Brasil, a revisão das tarifas tem ocorrido no período de preparação da empresa para privatização e essa revisão é considerada na avaliação do preço de venda da empresa, portanto, "a priori", essa quase-renda não existe.

Já em relação ao terceiro ponto, as análises sobre a melhora da rentabilidade dos negócios das empresas privatizadas, consensualmente, colocam que as técnicas de comercialização da empresa se tornaram mais flexíveis e adequadas após a privatização, pois as normas legais (de licitação principalmente) impediam ou dificultavam compra de insumos ou fechamento de negócios, prejudicando a cadeia de produção da empresa⁶³. Outro ponto, gira em torno dos financiamentos dos investimentos, as empresas que não obtinham empréstimos com base em critérios técnicos, depois de privatizadas passam a ter mais linhas de financiamento disponíveis.

Feitas as considerações teóricas e empíricas sobre a mudança da performance das empresas, convém retornar a análise mais específica sobre os dividendos, principalmente sobre a ótica da realização dos investimentos do Tesouro, que segundo Roberto Campos (1995) só será obtida quando da venda das empresas. Especialmente, em relação as empresas que recolheram dividendos ao Tesouro, é interessante analisar a taxa de retorno dos dividendos em relação patrimônio líquido pertencente a União. Essa relação financeira mede o retorno dos investimento à luz do custo de oportunidade do Tesouro relativos aos recursos aplicados nas empresas estatais. Na realidade, considerando a existência do déficit público, o custo de oportunidade do Tesouro para os seus investimentos é o custo da rolagem de Dívida Pública Mobiliária Federal.

⁶³ Segundo o atual presidente da ESCELSA, privatizada em 1995, "as estatais foram proibidas de fazer isso, de fazer aquilo, de tal forma que acabaram amarradas, sem ação e sem agilidade a tal ponto que se transformaram em verdadeiras repartições públicas" - Revista VOLT, abril de 1997.

De acordo com o quadro 36, a taxa de retorno dos investimentos do Tesouro, medido pela relação dividendos/patrimônio líquido, apresentou taxas muito baixas no período 1993/1996, dando uma média de 1,02% no mesmo período. Essas baixas taxas mostram que o impacto negativo da perda do fluxo de dividendos não será tão significativo, conforme pode-se verificar na seção referente a medição do impacto fiscal das privatizações. Se essa taxa for comparada com qualquer tipo de aplicação financeira, por exemplo, a poupança que rendeu, no período de 1993 a 1995, uma taxa anual média 10,2%, deduz-se que a rentabilidade do investimento do Tesouro, do ponto de vista de um agente econômico, é muito baixa. Se a comparação envolver o custo de financiamento da rolagem da dívida pública, os resultados serão piores ainda, pois a taxa média SELIC para período situou-se em 23,23 %. Salienta-se que as empresas podem até apresentar boa rentabilidade (lucro líquido dividido pelo PL), contudo do ponto de vista do custo de oportunidade do investimento, deve-se considerar apenas o dividendo recolhido, visto que o lucro líquido total pode ter várias destinações (incorporação ao capital social, formação de reservas, absorção de prejuízos acumulados), por isso só será realizado plenamente, do ponto de vista do investimento, quando da venda do ativo.

QUADRO 36

RETORNO DOS DIVIDENDOS EM RELAÇÃO AO PATRIMÔNIO LÍQUIDO EM %

EMPRESA	1993	1994	1995	1996	MÉDIA
CVRD	1,27	1,21	1,29	2,63	1,60
ELETOBRAS	0,22	0,76	0,26	0,91	0,54
TELEBRAS	0,45	0,49	0,61	2,11	0,92
MÉDIA	0,64	0,82	0,72	1,88	1,02

Fonte: DICOR/ COREF/STN

obs: No grupo Eletrobrás ainda está inserida a LIGHT, cujo o 55% do capital foi privatizado em 1996.

II .f.2) MEDINDO O IMPACTO DA PERDA DO FLUXO DE DIVIDENDOS

Empresas privatizadas até 1996

Considerando que, a rentabilidade patrimonial média das empresas do setor siderúrgico, privatizadas até 1996, foi de - 4,97%, calculada com base nos resultados obtido com lucro líquido e patrimônio líquido dos 4 anos anteriores à privatização, e que não foi encontrado dados relativos a recolhimento de dividendos ao Tesouro, pode-se concluir que, efetivamente, não faz sentido falar de distribuição de dividendos para os acionistas dessas empresas. Pode-se generalizar essa conclusão para todo o grupo privatizado, que corresponde a um patrimônio líquido de US\$ 13.691 milhões, exceto o relativo às empresas que compõem o setor petroquímico (incluindo as de fertilizantes), no qual apresentaram uma rentabilidade média positiva, 1,97%, e devem ter recolhidos dividendos para as suas controladoras ("holding").

Portanto, com base nessa performance negativa, pode-se deixar de considerar o impacto da perda do fluxo de dividendos do Tesouro Nacional, para o período pós-privatização, até o ano 2002. Na realidade, em termos de dados oficiais para o período recente, esse fluxo de dividendos não existiu, ver quadros 31 e 32, por isso, não seria plausível considerar que essas empresas iriam apresentar resultados positivos nos próximos anos, se elas continuassem em poder do setor público.

Já em relação às empresas do setor petroquímico, o cálculo da perda do fluxo de investimento irá considerar apenas as empresas que apresentaram resultados positivos no período anterior a privatização, ver anexo 14, e será utilizada a taxa de retorno dos investimentos, medido pela relação dividendos/patrimônio líquido, da "holding" Petrobrás, que foi de 0,63% para o período de 1993 a 1995.

QUADRO 37

ESTIMATIVA DA PERDA DO FLUXO DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS
DO SETOR PETROQUÍMICO

Em US\$ milhões

ANO	PL VENDIDO	PERDA DE DIVIDENDOS
1992	1.475,40	9,29
1993	87,10	9,83
1994	287,40	9,83
1995	270,40	11,64
1996	-	13,34
1997		13,34
1998		13,34
1999		13,34
2001		13,34
2002		13,34
TOTAL		134,87

Como se verifica, o impacto da perda do fluxo de rendimento é insignificante, tanto para o período 1991 a 1996, que é US\$ 53,93 milhões, como para o período estendido a 2002, US\$ 134,87 milhões.

Empresas a serem privatizadas (3 grandes grupos)

Descartada a possibilidade de distribuição de dividendos pelas empresas estatais privatizadas, exceto para as empresas do setor petroquímico, calcula-se agora o impacto da perda do fluxo de dividendos, levando em consideração apenas a distribuição de dividendos para o Tesouro Nacional, realizada pelos três grandes grupos (TELEBRÁS, ELETROBRÁS e Companhia Vale do Rio Doce), que devem ser privatizados nos próximos 4 anos, Conforme já comentado acima, o patrimônio líquido total (incluindo as ações que não pertencem a União) desses grupos corresponde a US\$ 97.000 milhões, a preços de 1996.

Para mensurar o valor do impacto fiscal, de 1997 ao ano 2002, foram elaboradas estimativas, partindo de um cenário de venda das empresas (patrimônio líquido privatizado por ano, até o ano 2000 - ver quadro 38) e considerando um retorno médio dos dividendos sobre o patrimônio líquido de 1,02%, que é a rentabilidade média do período 1993/1996 (quadro 36). De acordo com as estimativas, o valor da perda do fluxo de dividendos com a privatização dos 3 grandes grupos ficará em torno de US\$ 1.811,98 milhões, de acordo com o quadro seguinte:

QUADRO 38

ESTIMATIVA DO IMPACTO DO FLUXO DE DIVIDENDOS

perda do fluxo de dividendos - 1997 a 2002

US\$ milhões

ANO	PATRIMÔNIO LÍQUIDO VENDIDO	DIVIDENDO PELA VENDA
1997	7.908,24	80,66
1998	11.167,85	194,58
1999	11.167,85	308,49
2000	9.894,89	409,42
2001	-	409,42
2002	-	409,42
TOTAL	40.138,83	1.811,98

Metodologia de cálculo e estimativas:

a) vendas das empresas:

1997: venda de 100% da CVRD mais 10% da Eletrobrás

1998: venda de 30% da Eletrobrás mais 40% da Telebrás

1999: venda de 30% da Eletrobras mais 40% da Telebrás

2000: venda de 30% da Eletrobrás mais 20% da Telebrás

b) o cálculo tomou como base a fórmula do retorno de dividendos e a média de 1,02 % (1993/1996)

c) Os Patrimônios Líquidos referem-se a 1996

d) Lógica da previsão das realizações das vendas: segue as mesmas diretrizes definidas na seção referente a transferência de investimentos.

Portanto, se a Companhia Vale do Rio Doce, ELETROBRÁS e a TELEBRÁS forem privatizadas, conforme o cenário especificado acima, o impacto fiscal da perda do fluxo de dividendo será de US\$ 1.811,98 milhões, contribuindo de forma negativa para o ajuste fiscal. Contudo, não se caracteriza como um efeito significativo, visto que a dimensão desse impacto se neutraliza ao ser comparada com o conjunto das outras variáveis.

QUADRO 39
ESTIMATIVA DA PERDA DO FLUXO DE DIVIDENDOS
CONSOLIDADO

Em US\$ milhões

PERÍODO	PERDA DE DIVIDENDO	IMPACTO S/NFSP	NFSP/PIB
1992 A 1996	53,93	53,93	-
1992 A 2002	1.946,85	1.946,85	0,25%

Ao consolidar os dados das empresas já privatizadas com a empresas a serem privatizadas, constata-se que o impacto fiscal decorrente da perda do fluxo de dividendo será pouco significativo, algo em torno de 0,25% do PIB. Como mencionado anteriormente, esse efeito insignificante é graças a baixa taxa de retornos dos dividendo pagos a União.

III - CONSOLIDANDO O IMPACTO FISCAL

Realizado os cálculos dos impactos fiscais por variáveis, resta consolidar os resultados para se estimar os efeitos fiscais líquidos da privatização das empresas estatais do setor produtivo. Conforme já mencionado, a equação que mede os efeitos de forma global é composta pelas variáveis receitas de privatização (RP), redução do fluxo dos juros da dívida pública (RJD), transferência de investimentos ao setor privado (TI), aumento da

arrecadação tributária (AT), perda do fluxo de dividendos (PRK) e dívida líquida assumida (DLA). Algebricamente a equação é a seguinte:

$$EFL = RP + RJD + TI + AT - PRK - DLA$$

No entanto, para o cálculo dos efeitos fiscais, sob o ponto de vista de política econômica, precisa-se medi-lo em relação a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), que mensura o déficit público. Também já foi frisado no início do capítulo, que o modelo se originava da NFSP, por isso, para encontrar os efeitos da privatização sobre essa medida fiscal, é necessário retirar da equação acima, as variáveis receitas de privatização (RP) e a assunção líquida de dívida (DLA), pelo fato dessas variáveis não serem consideradas para fins de cálculo do deficit público, segundo a metodologia adotada pelo FMI. Contudo, os juros pagos decorrentes da dívida líquida assumida devem ser considerados para fins de cálculo da redução da NFSP. Essa nova variável será denominada de JDA.

Feitas essas considerações, segue uma análise do resultados por período, com a finalidade de se comparar as fases de privatização, bem como verificar quais os efeitos fiscais das privatizações já realizadas.

Período 1992 a 1996

Substituindo os valores correspondentes a cada variável na equação, encontra-se que o efeito sobre a NFSP, das privatizações realizadas entre 1992 a 1996, gira em torno de US\$ 7.180,34 milhões, que representa 0,96% do PIB brasileiro (PIB estimado pelo BACEN para 1996 = US\$ 749.400 milhões). Esse resultado pode ser classificado como um modesto efeito sobre as contas públicas.

$$\text{ENFSP} = \text{RFJD} - \text{JDA} + \text{TI} + \text{AT} - \text{PRK}$$

$$\text{ENFSP} = 3.193,00 - 310,00 + 3.436,25 + 915,02 - 53,93 = 7.180,34$$

Período 1997 a 2002

As privatizações previstas, para o período 1997 a 2002, impactarão efetivamente sobre as contas públicas, visto que possibilitará a redução da NFSP em 6,56% do PIB. Esse resultado é bastante significativo, mostrando que os resultados da privatização ainda estão por acontecer.

$$\text{ENFSP} = \text{RFJD} - \text{JDA} + \text{TI} + \text{AT} - \text{PRK}$$

$$\text{ENFSP} = 7.260 - 1.518 + 35.876,5 + 9.337,75 - 1.892,92 = 49.063,33$$

Período 1992 a 2002

$$\text{ENFSP} = \text{RFJD} - \text{JDA} + \text{TI} + \text{AT} - \text{PRK}$$

$$\text{ENFSP} = 10.453,7 - 1.828 + 39.312,75 + 10.252,77 - 1.946,85 = 56.244,15$$

O impacto fiscal decorrente das privatizações realizadas e a realizar, ao longo de 1992 a 2002, permitirá a redução da NFSP em 7,52%. Essa redução é bastante significativa do ponto de vista fiscal e representa um instrumento de grande valia no programa de estabilização econômica do governo.

QUADRO 40

IMPACTO FISCAL SOBRE A NFSP - Consolidado

PERÍODO	VALOR(US\$ MILHÕES)	% DO PIB
1992 A 1996	7.180,34	0,96
1997 A 2002	49.063,33	6,56
1992 A 2002	56.243,67	7,52

PIB US\$ 749,4 BILHÕES

Normalmente, quando se fala dos resultados da privatização das empresas, enfatiza-se somente os ganhos obtidos com a redução do fluxo dos juros, porém o efeito se concentra também nas variáveis relativas ao aumento da arrecadação tributária e a transferência de investimento, sendo que esta última é mais significativa. A grandeza dessa variável é devido a privatização dos três grandes grupos (CVRD, TELEBRÁS e ELETROBRÁS), onde deslocar o investimento para o setor privado na ordem de US\$ 31.753,42 milhões. Sobre a privatização desses 3 grandes grupos, pode-se ainda dizer que ele será responsável por 69,45 % da redução do fluxo dos juros. Com isso, conclui-se que efetivamente o programa deve decolar, em termo de instrumento fiscal, e os seus resultados se tornarão efetivos e percebidos, na medida que essas empresas forem sendo alienadas.

Sobre os resultados obtidos, cabe ainda verificar como eles se comportam quando medidos em termos atuais, isto é, considerando o valor presente de cada variável descontada com base no custo do investimento, sob o ponto de vista do Tesouro Nacional, no caso específico a taxa overnight (over selic) dos títulos públicos. Na realidade essa taxa de desconto mostra a preferência intertemporal do governo na realização da venda dos seus ativos, ou seja, a taxa de desconto reflete a urgência de redução do déficit, pois os superávits hoje valem mais que outro do mesmo valor no futuro - ver Giambiagi/Pinheiro- (1995) e Pinheiro/Schneider(1995). Conforme quadro seguinte, verifica-se que o valor atual do efeito fiscal é menor, quando comparado com os resultados em termos correntes. Contudo, o efeito líquido

mantém-se positivo, como também bastante significativo, pois permitirá a redução da NFSP em 4,79%, sendo que, em termos anuais para o período de 1997 a 2002, a redução será em torno de 0,55%.

QUADRO 41

VALOR ATUAL DO IMPACTO FISCAL SOBRE A NFSP

PERÍODO	VALOR ATUAL(US\$ MILHÕES)	% PIB
1992 A 1996	12.287,86	1,64
1997 A 2002	23.587,05	3,15
1992 A 2002	35.874,91	4,79

OBS: ver anexos nº 15,16, 17, 18 e 19.

CONCLUSÃO

Conforme os resultados encontrados no capítulo referente à mensuração do impacto, o Programa Nacional de Desestatização (PND) possibilitou, em termos fiscais, apenas uma contribuição modesta, no período 1992 a 1996, tanto é verdade que nas análises realizadas pelo mercado e outros agentes (sindicatos, políticos, jornalistas agentes institucionais) não se têm enfatizado os impactos fiscais efetivos, mesmo que modestos, obtidos pelas privatizações realizadas. Acrescenta-se ainda o fato que, no período de 1994 a 1996, houve um grande crescimento da dívida pública mobiliária e, conseqüentemente, dos pagamentos dos juros da dívida, ocultando os resultados das privatizações para a sociedade. No entanto, sob o ponto de vista da política econômica, ao longo de um processo de estabilização, o PND tende a oferecer os resultados fiscais requeridos quando da sua implementação, visto que pelas estimativas realizadas o impacto fiscal, a partir de 1997, será bastante significativo.

Especificamente, o PND propiciará a redução anual da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) em torno de 0,68%, medido de 1992 ao ano 2002 e acima desse valor, 1,1%, considerando apenas os efeitos do período 1997 a 2002, quando deverão ocorrer as grandes privatizações. Isto é, as privatizações das holding CVRD, TELEBRÁS e ELETROBRÁS permitirão ganhos fiscais significativos, representando 79% dos resultados obtidos. À luz do modelo de mensuração do impacto, as variáveis que mais contribuem para o resultado são a transferência de investimento, a redução do fluxo de juros e o aumento da arrecadação tributária - ver quadro 42.

As variáveis, encargos financeiros da dívida assumida e perda do fluxo de dividendos, que poderiam reduzir o efeito fiscal da privatização, não

repercutem em dimensão suficiente que possa interferir nas expectativas favoráveis dos resultados fiscais sobre a NFSP, ver quadro 42. A explicação para esse fato, deve-se as bases financeiras (taxas de juros e prazos) favoráveis, obtidas pelo Tesouro Nacional no processo de securitização da dívida contratual, e os baixos retornos dos investimentos do Tesouro, medidos em termos de dividendos sobre o patrimônio líquido do Tesouro nas estatais.

QUADRO 42

COMPOSIÇÃO DOS RESULTADOS FISCAIS

EM %

	RFJD	JDA	TI	AT	PRK	TOTAL
HOLDING	0,97	-	4,23	0,99	0,24	5,95
OUTRAS	0,43	0,24	1,01	0,38	0,01	1,57
TOTAL	1,40	0,24	5,24	1,37	0,25	7,52

OBS:HOLDING=CVRD,TELEBRÁS E ELETROBRÁS; OUTRAS = EMPRESAS PRIVATIZADAS ATÉ 1996.

O valor atual do impacto fiscal segue a mesma direção e dimensão dos resultados encontrados em termos correntes, ou seja, a privatização apresenta-se como um instrumento fiscal positivo e permitirá a redução da NFSP de forma significativa. Em termos atuais, o impacto fiscal gira em torno de 4,79%, no período 1992 a 2002, e de 0,55% anual para o período 1997 ao ano 2002.

Como se nota, de uma forma geral, a redução será bastante representativa, considerando que o déficit público nos últimos 2 anos situa-se acima de 3,5%⁶⁴ do PIB, ver quadro 43. Mantido esse déficit público, a privatização, em termos correntes, permitirá que ele caia para 2,4% a.a., isso sem contabilizar os efeitos positivos sobre a taxas de juros e a credibilidade dos agentes sobre o "regime fiscal" em voga.

⁶⁴ Segundo as diretrizes do Mercado Comum Europeu, o deficit público dos seus países membros não devem ultrapassar 3%.

QUADRO 43

NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO

% DO PIB

NFSP	1991	1992	1993	1994	1995	1996
NOMINAL	28,3	47,3	65	26,5	7,1	6,1
OPERACIONAL	0,2	1,8	0,7	-1,1	4,9	3,9
PRIMÁRIO	-2,9	-1,6	-2,3	-5,1	-0,3	0,1

FONTE: Banco Central

Do ponto de vista do Programa de Estabilização, no qual a âncora do Plano Real é basicamente centrada sob os aspectos macroeconômicos da política cambial - ver Marinho(1997), pode dizer que os efeitos negativos dessa política recaem sobre o lado fiscal do setor público: a dívida pública se expande para evitar a expansão monetária da entrada de recursos, repercutindo assim sobre o fluxo do pagamento dos juros e a relação dívida/produto. Portanto, para a manutenção dessa âncora o governo precisa de maior poder de manobra sobre a dívida pública mobiliária federal, que não pode atingir níveis que levem ao seu descontrole⁶⁵. Diante disso, a privatização atua de forma preponderante nesse escopo da economia do plano real, principalmente enquanto não forem colocadas em práticas as medidas concernentes à previdência social e à administração pública/tributária, que dependem de emendas constitucionais. Na realidade, atualmente, a privatização é um dos instrumentos que o governo dispõe para evitar o crescimento da dívida pública e o descontrole do déficit público, já que não existem empecilhos ou entraves em termos legais/constitucionais para a sua implementação. Outra contribuição das privatizações sobre a política cambial do Plano de Estabilização dar-se sobre o aumento da reservas cambiais, na medida que possibilita a entrada de recursos externos.

⁶⁵ o descontrole gera expectativas adversas a ponto de elevar a taxa de juros numa dimensão tal que não haverá como o governo honrar seus compromissos e, com isso, podem ocorrer fortes pressões inflacionárias, ver Sargent(1986).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALESINA, Alberto. "The end of large public debts" Orgs: Giavanazzi and Spaventa, Luigi, *High public debt: the italian experience*. Cambridge, 1988.
- ALESINA, Alberto and DRAZEN, A. "Why are stabilization delayed?" *The American Economic Review*. vol. 81 , dez. 1991.
- BARRO, Robert. "Are government bonds net wealth?" *Journal of Political Economy*. nov.1974.
- _____. *Macroeconomy Theory*. 1990.
- BLANCHARD, O. e FISHER, S. *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge, MIT Press, 1989.
- BLEJER, Mario e CHEASTY, A. *How to Measure Fiscal Deficit*. FMI, 1993
- _____. Questões metodológicas da mensuração do deficit. FMI, 1992.(mimeo.)
- _____. Questões analíticas e metodológicas na medição dos deficits fiscais. Documento de Trabalho do FMI, 1990.
- BNDES. Secretaria de Desestatização. *Panorama de setores e empresas após o processo de desestatização*.1994.(mimeo.).
- _____. *Sistemas de Informações do BNDES*, 31 de dezembro de 1996.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL - diversos números.
- BOYCKO, M., Shleifer A. e VISHNY R.W. "A theory of privatisation" *The Economic Journal*. march 1996.
- BRASIL. Lei nº 8.137/91 Plano Plurianual de Investimentos - 1991/1995.
- BÜITER, W.H. "Measurement of the public sector deficit and its implications for policy evaluation an design" *How to measure the fiscal deficit*. IMF, 1993.
- CAMPOS, Roberto. A fúria dos dinossauros ou os gigolos da viúva. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 5 de março de 1995.
- CODIP/STN/MF. Estudos sobre ganhos do Tesouro Nacional decorrentes da securitização de dívidas. 1996. Não publicado.

- DICOR/COREF/STN/MF. Estudo sobre os retornos dos investimentos da União em empresas estatais por meio de dividendos. 1996. Não publicado.
- DORNBUSCH, Rudiger and FISCHER, Stanley. "Stopping Hyperinflations Past and Present" *National Bureau Of Economic Research Working Paper*, 1986.
- EISNER, Robert . " Budget Deficit: rethoric and reality" *Journal of Economic Perspective*, v. 3, n. 2, 1989.
- FERREIRA, Pedro C. Gomes. "Investimentos públicos e a infraestrutura no Brasil" *Transformação produtiva com equidade: o debate no Brasil; condicionantes macroeconômicos*. Org. pelo IPEA/CEPAL., Brasília, 1995.
- GANDARA E KAUFMAM, Consultores Associados. *Privatização do setor siderúrgico brasileiro: avaliação de resultados e perspectivas*. Rio, 1994. (mimeo.).
- GIAMBIAGI, F e PINHEIRO, Armando Castelar. "Lucratividade, Dividendos e Investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre privatização no Brasil". *Texto para Discussão nº 34 do BNDES*, Rio, 1995.
- _____. "As empresas estatais e o programa de privatização do governo collar". *PPE/IPEA* vol 22, 1992.
- GIAMBIAGI, Fábio. *Alguns problemas referentes ao uso da NFSP como indicador de desempenho de política fiscal*. 1995. (mimeo.).
- HIGUCHI, Hiromi e HIGUCHI, Fábio Hiroshi. *Imposto de renda das empresas*. Atlas, São Paulo, 1995.
- IESP/FUNDAP. *Processo de Privatização no Brasil: a experiência dos anos 1990-1992*. São Paulo, 1993.
- KIKERI, Sunita, NELLIS, John, SHIRLEY, Mary. "Privatisation: lesson from market economies" *The World Bank Research Observer*. vol. 9, nº 02, july 1994.
- LOPES, C.Magno. "Princípios da teoria política do deficit público" *Anais do XXV Encontro Nacional da ANPEC*, Recife, 1997.
- MCCALLUM, Benneth. "Are bond-financed deficits inflationary? A Ricardian Analysis" *Journal of Political Economy*. 1984, vol. 92, nº 1.

MARINHO, Ernersom Lemos "O modelo macroeconômico do Plano Real e os ajustes necessários para a sua consolidação", *Prêmio STN de Monografia 1996*, editado pela ESAF/MF, Brasília, 1997.

MATARAZZO, Dante C. *Análise Financeira de Balanço*. Atlas, 3ª edição, São Paulo, 1996.

NEIVA, Raimundo Alelaf . *Valor de mercado de empresas*. Atlas, São Paulo, 1992.

PAULA, Germano Mendes de. "Avaliação do processo de privatização da siderurgia brasileira" *Revista de Economia Política*. vol. 17, nº2, abril-junho 1997.

PETRECOLLA, A. PORTO, A. and GERCHUNOFF,P. "Privatisation in Argentina" *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 33, 1993.

PINHEIRO, Armando Castelar. "Aspectos Microeconômicos da Privatização no Brasil". *PPE/IPEA*. vol.26, nº 3, dez-1996.

PINHEIRO, Armando C. and SCHENEIDER, Ben Ross "The Fiscal Impact of Privatisation in Latin Americ" *The Journal Development Studies*, vol.31, nº5, june 1995.

RAMALHO, Valdir. "Reverendo a variedade de conceito de deficit público" *Finanças Públicas: ensaios selecionados*. Org. Arno Meyer. IPEA/FUNDAP. 1997.

RELATÓRIO DA SEST/MPO - diversos anos.

Revista Conjuntura Econômica - diversos números.

Revista Exame Melhores e Maiores - diversos anos.

Revista Gazeta Mercantil, 500 maiores - diversos anos.

RIGOLON, Francisco José Z. " Regulação da Infra-Estrutura: a experiência recente no Brasil" , *Revista BNDES*, nº 7, Rio, 1997.

SEST/MPO. *Perfil das Empresas Estatais*. diversos anos

SMITH, Adam. *A riqueza da nações*. Coleção os Economistas, edição 1984.

SARGENT, T. "The end of four big inflations" in *Rational Expectations and inflations*, N.Y, 1986.

SARGENT T. and WALLACE N. "Some unpleasant monetarist arithmetic" *Federal Reserve Bank of Minneapolis Q. Review.* 1981.

SIMONSEN, M. H. *Dinâmica Macroeconômica*. Editora McGraw-hill, SP, 1983

SPAVENTA, Luigi. "The growth of public debt" *Staff Paper, FMI*, nº 2, vol. 34, 1987.

TANZI, Vitor "Fiscal deficit measurement: basic issues" *How to measure the fiscal deficit*, IMF, 1993.

_____. "Ajuste e reforma fiscal no Brasil" *SEMINÁRIO BRASILEIRO SOBRE FINANÇAS PÚBLICAS*, Brasília 02 de setembro de 1996.

THOMPSON, David "Introducing competition and regulatory requirements" in *Privatisation in developing countries*, edited by V.V Ramanadham, 1990.

THOMPSON, D.J. "Privatisation: a policy in search of a rationale" *The Economic Journal*, march 1986.

TOURINHO, Otávio A.F. e VIANNA, Ricardo L.L. "Motivação e estrutura do Programa Nacional de Desestatização". *TD nº 324*, IPEA, 1993.

VARIAN, Hal R. *Intermediate microeconomics: a modern approach*. second edition. 1990.

WERNECK, Rogério L.F. *Empresas Estatais e Política Macroeconômica*, editora Campus, 1987.

_____. "Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil" *PPE/IPEA*, RJ, vol.19, 1989.

WESTON J, Frenck e COPELAND, Thomas. *Managerial Finance*. ninth edition, 1992.

ZINI JÚNIOR, A. A. "hiperinflação, credibilidade e estabilização" *PPE/IPEA*. dez. 1994.

ANEXOS

ANEXO 1

SITUAÇÃO DAS EMPRESAS NO PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO - 1996
EMPRESAS CONTROLADAS DIRETA OU INDIRETAMENTE

INCLUSÕES NO PND	VENDIDAS	EM LIQUIDAÇÃO	EXCLUÍDAS	COM EDITAL DE VENDA	PROCESSO INTERROMPIDO	EM AVALIAÇÃO	AVALIAÇÃO A CONTRATAR	
Usiminas	Usiminas	ICC	Petrofértil	Meridional	ENASA	AGEF	Valec	
Usimec	Usimec	Lloydbrás	Nitrofértil	CVRD*	Franave		Eletobrás	
Mafersa	Mafersa		Nuclep				Furnas	
Cosinor	Cosinor		Cobra				Eletronorte	
SNBP	SNBP						Eletrosul	
Piratini	Piratini						CHESF	
Petroflex	Petroflex						Lightpar	
Copesul	Copesul						Alegrete	
Alcalis	Alcalis							
CST	CST							
Fosfértil	Fosfértil							
Goiasfértil	Goiasfértil							
Petrofértil	Acesita							
Nitrofértil	CSN							
Nuclep	Ultrafértil							
Cobra	Cosipa							
Acesita	Açominas							
CSN	PQU							
Ultrafértil	Caraíba							
Cosipa	Embraer							
Açominas	Escelsa							
PQU	Light Sesa							
Caraíba								
Embraer								
Meridional								
ICC								
Lloydbrás								
ENASA								
Franave								
Escelsa								
Light SESA								
Lightpar								
CVRD								
Valec								
Eletobrás								
Furnas								
Eletronorte								
Eletrosul								
Chesf								
Alegrete								
AGEF								
	41	22	2	4	2	2	1	8

FONTE: BNDES

* venda em maio de 1997

ANEXO 2

SITUAÇÃO DAS EMPRESAS NO PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO - 1996
PARTICIPAÇÕES MINORITÁRIAS DA PETROQUISA E PETROFÉRTIL

INCLUSÕES NO PND	VENDIDAS	EM LIQUIDAÇ	EXCLUÍDAS	COM EDITAL DE VENDA	PROCESSO INTERROMPIDO	EM AVALIAÇÃO	AVALIAÇÃO A CONTRATAR
Indag	Indag		Alcoolquímica		Nitroclor		
Nitriflex	Nitriflex		Triunfo				
Polisul	Polisul		Alclor				
PPH	PPH		Cinal				
CBE	CBE		FCC				
Poliolefinas	Poliolefinas		Petrocoque				
Oxiten	Oxiten		Metanor				
Arafertil	Arafertil						
Acrinor	Acrinor						
Coperbo	Coperbo						
Polialden	Polialden						
Ciquine	Ciquine						
Politeno	Politeno						
Copene	Copene						
Alcoolquímica	CPC						
Triunfo	Salgema						
Alclor	CQR						
Cinal	Nitrocarbono						
FCC	CBP						
Petrocoque	Pronor						
Metanor	Koppol						
CPC	Polipropileno						
Salgema	Polibrasil						
CQR	Deten						
Nitrocarbono	EDN						
CBP							
Pronor							
Koppol							
Polipropileno							
Polibrasil							
Deten							
EDN							
Nitroclor							
	33	25		7			

Fonte: BNDES

ANEXO 3
SITUAÇÃO DAS CONCESSÕES

INCLUSÕES	VENDIDAS	EM AVALIAÇÃO
NO PND		
RFFSA:		
malha oeste	malha oeste	malha nordeste
malha centro-oeste	malha centro-oeste	
malha sudeste	malha sudeste	
malha teresa cristina	malha teresa cristina	
malha sul	malha sul	
malha nordeste		

ANEXO 4

PROCESSOS DE PRIVATIZAÇÕES A CARGO DOS RESPECTIVOS MINISTÉRIOS
INCLUSÕES NO PND

	MINISTÉRIO	DATA	DECRETO
Empresa:			
Conesp	MPO	15.10.96	2.039
Docas:			
CDRJ	TRANSPORTE	29.08.96	1.990
CODEBA			
CDC			
CODESP			
CDP			
CODOMAR			
CODERN			
CODESA			
Aproveitamento hidrelétricos:			
complexo S.José	MME	13.02.96	1.818
Cubatão			
Emboque			
Bocaina			
Rosal			
Porto Estrela	MME	05.11.96	2.061
Campos Novos			
CanaBrava			
Gatos I			
Juba Zero			
Queimado			
Campinho			
Bonfante			
Irapé			
Monte Serrat			
Monte de Pedra			

ANEXO 5

RESULTADO DAS VENDAS E TRANSFERÊNCIAS DE DÍVIDAS

EMPRESA	OFERTADO (%)	VENDIDO (%)	RESULTADO DA VENDA	DÍVIDA TRANSFERIDA	RESULTADO DA DESESTATIZAÇÃO
SIDERURGIA:					
USIMINAS	86,10	86,10	1.941,20	369,10	2.310,30
CSN	90,80	90,80	1.495,30	532,90	2.028,20
AÇOMINAS	99,90	99,90	598,50	121,90	720,40
ACESITA	74,00	74,00	465,40	232,20	697,60
COSIPA	84,00	84,00	585,70	884,20	1.469,90
CST	89,50	89,50	353,60	483,60	837,20
PIRATINI	72,50	72,50	106,70	2,40	109,10
COSINOR	99,80	99,80	15,00	-	15,00
sub total			5.561,40	2.626,30	8.187,70
PETROQUÍMICA:					
COPESUL	82,10	82,10	861,50	9,20	870,70
PQU	58,90	50,30	287,50	40,90	328,40
COPENE	11,80	11,80	270,40	475,40	745,80
PETROFLEX	100,00	100,00	234,10	20,70	254,80
SALGEMA	29,30	29,30	139,20	43,90	183,10
CPC	20,80	20,80	99,70	60,90	160,60
POLIBRASIL	25,70	25,70	99,40	12,40	111,80
POLIOLEFINAS	31,50	31,50	87,10	-	87,10
POLIPROPILENO	34,20	34,20	81,20	4,60	85,80
ALCALIS	100,00	100,00	81,40	5,70	87,10
PRONOR	20,10	20,10	63,50	34,70	98,20
PPH	19,00	19,00	59,40	35,00	94,40
POLISUL	31,00	31,00	56,80	131,00	187,80
OXITENO	15,20	15,20	53,90	2,00	55,90
POLITENO	24,90	24,90	44,90	28,40	73,30
NITROCARBONO	19,00	19,00	29,60	7,50	37,10
NITRIFLEX	40,00	40,00	26,20	9,20	35,40
COPERBO	23,00	23,00	25,90	5,80	31,70
CIQUINE	31,40	31,40	23,70	6,30	30,00
POLIALDEN	13,60	13,60	16,70	1,50	18,20
EDN	26,70	26,70	16,60	-	16,60
ACRINOR	17,70	17,70	12,10	0,70	12,80
DETEN	33,50	33,50	12,10	-	12,10
CBE	23,00	23,00	10,90	-	10,90
KOPPOL	49,60	49,60	3,10	66,90	70,00
CQR	36,90	36,90	1,70	-	1,70
CBP	23,70	23,70	-	-	-
subtotal			2.698,70	1.002,70	3.701,40

continua

ANEXO 6

RESULTADO DAS VENDAS E TRANSFERÊNCIAS DE DÍVIDAS

EMPRESA	OFERTADO (%)	VENDIDO (%)	RESULTADO DA VENDA	DÍVIDA TRANSFERIDA	RESULTADO DA DESESTATIZAÇÃO
FERTILIZANTES:					
ULTRAFÉRTIL	100,00	100,00	205,60	20,20	225,80
FOSFÉRTIL	88,30	88,30	182,00	44,00	226,00
GOIASFÉRTIL	100,00	100,00	13,10	9,30	22,40
ARAFÉRTIL	33,30	33,30	10,80	1,80	12,60
INDAG	35,00	35,00	6,80	-	6,80
subtotal			418,20	75,30	493,50
ELÉTRICO:					
ESCELSA	50,00	50,00	399,90	2,00	401,90
LIGHT SESA	60,00	54,70	2.356,90	585,90	2.942,80
subtotal			2.756,80	587,90	3.344,70
FERROVIÁRIO:					
MALHAS RFFSA			1.476,50	-	1.476,50
subtotal			1.476,50	-	1.476,50
OUTROS:					
EMBRAER	50,50	50,50	192,20	263,40	455,60
CELMA	89,10	89,10	91,10	4,50	95,60
MAFERSA	100,00	100,00	48,80	0,50	49,30
SNBP	100,00	90,00	12,00	-	12,00
CARAÍBA	100,00	100,00	5,80	-	5,80
subtotal			349,80	268,40	618,20
TOTAL			13.261,40	4.560,60	17.822,00
participações					
minoritárias diversas			429,20		429,20
TOTAL GERAL			13.690,60	4.560,60	18.251,20

fonte: BNDES

ANEXO 7
 ÁGIO OBTIDO NAS VENDAS

EMPRESA	MÍNIMO DO LEILÃO	RESULTADO DA VENDA	ÁGIO OBTIDO	EMPRESA	MÍNIMO DO LEILÃO	RESULTADO DA VENDA	ÁGIO OBTIDO
SIDERURGIA:				FERTILIZANTES:			
USIMINAS ord	973,20	1.112,40	14,30	ULTRAFÉRTIL	199,40	199,40	-
USIMINAS pref.	264,30	264,30	-	FOSFÉRTIL	139,30	177,10	27,14
CSN(2 leilões)	1.183,00	1.183,00	-	GOIASFÉRTIL	12,70	12,70	-
ACESITA	347,70	450,30	29,51	ARAFÉRTIL	10,70	10,80	0,93
COSIPA	166,30	330,50	98,74	INDAG	6,80	6,80	-
CST	332,30	332,30	-				
PIRATINI	42,00	105,10	150,24	ELÉTRICO:			
COSINOR	12,00	13,60	13,33	ESCELSA	345,00	385,70	11,80
				LIGHT SESA	2.270,90	2.270,90	-
PETROQUÍMICA:				FERROVIÁRIO:			
COPELUS	617,10	797,10	29,17	MALHAS RFFSA	1.416,20	1.475,20	4,17
PQU	269,90	269,90	-				
COPENE	253,80	253,80	-	OUTROS:			
PETROFLEX	178,60	215,60	20,72	EMBRAER	181,50	182,90	0,77
SALGEMA	85,80	139,20	62,24	CELMA	72,50	90,70	25,10
CPC	90,10	99,60	10,54	MAFERSA	18,50	48,40	161,62
POLIBRASIL	99,40	99,40	-	SNBP	7,80	12,00	53,85
POLIOLEFINAS	87,10	87,10	-	CARAÍBA	5,00	5,00	-
POLIPROPILEN	81,20	81,20	-	subtotal			
ALCALIS	78,90	78,90	-	TOTAL			
PRONOR	62,90	62,90	-	participações			
PPH	43,70	59,40	35,93	minoritárias	418,70	429,20	2,51
POLISUL	56,80	56,80	-	TOTAL GERAL	11.079,20	12.321,00	11,21
OXITENO	53,90	53,90	-				
POLITENO	44,90	44,90	-				
NITROCARBON	29,50	29,60	0,34				
NITRIFLEX	26,20	26,20	-	fonte: BNDES			
COPERBO	25,90	25,90	-				
CIQUINE	23,70	23,70	-				
POLIALDEN	16,70	16,70	-				
EDN	16,60	16,60	-				
ACRINOR	12,10	12,10	-				
DETEN	33,50	33,50	-				
CBE	10,90	10,90	-				
KOPPOL	3,10	3,10	-				
CQR	-	1,70	-				
CBP	-	0,04	-				

ANEXO 8

IMPACTO DA ASSUNÇÃO DE DÍVIDA - TÍTULOS SECURITIZADOS

título	valor emitido em US\$ 1,00	data de emissão	tipo de amortização	prazo de amortização	carência (em ano)	taxa de juros(%)	amortização realizada	pagamento dos juros	amortização e juros até 96	juros até 96	juros até 2002
EMBR940701 -embraer	72.787.234	01/07/94	bullet	10	10	6%		bullet			0
DISC950615 - rffsa	73.140.237	15/06/95	não bullet	18	10	14,4		carência 10 anos			0
INSS961116 - rffsa	1.117.325.490	16/11/96	não bullet	12	4	6		carência 4 anos			174.349.874
SIBR910816 - açominas	20.711.314	15/08/91	não bullet	10	4	6	15,08%	carência 3 anos	5.442.933	2.396.630	6.791.347
SIBR930416 - açominas	17.301.904	16/04/93	bullet	8	4	6		bullet			10.273.871
SIBR930731 - açominas	489.580.636	31/07/93	não bullet	10	4	variáveis*		a partir 95	44.062.257	44.062.257	172.332.384
SIBR910701 - cosipa	70.831.689	31/07/91	não bullet	10	6	6		bullet			56.013.700
SIBR910816 - cosipa	270.985.757	15/08/91	não bullet	10	4	6	15,08%	carência 3 anos	71.215.057	31.357.388	98.142.581
SIBR920616 - cosipa	46.016.981	16/06/92	bullet	indeterm.							0
SIBR930416 - cosipa	368.261.923	16/04/93	bullet	8	4	6		bullet			218.673.930
SIBR910816 - csn	158.522.655	15/08/91	não bullet	10	4	6	15,08%	carência 3 anos	41.659.754	18.343.608	222.494.447
SIBR920616 - csn	39.228.771	16/06/92	bullet	indeter.							0
SIBR930416 - cst	152.720.856	16/04/93	bullet	8	6	6		bullet			90.685.644
SIBR910701 - siderbrás	112.156.934	31/07/91	bullet	10	6	6		bullet			88.603.978
SIBR910815 - siderbrás	930.418.248	15/08/91	não bullet	10	4	6	15,08%	carência 3 anos	244.513.916	107.664.278	336.968.441
SIBR910816 - siderbrás	918.012.389	15/08/91	não bullet	10	4	6	15,08%	carência 3 anos	241.253.656	106.228.722	332.475.427
SIBR930416 - siderbrás	29.645.463	16/04/93	bullet	8	6	6		bullet			17.603.476
SIBR950715 - siderbrás	9.225.532	15/07/95	não bullet	8	2	6		carência 2 anos			3.504.766
SIBR950716 - siderbrás	245.432.979	16/07/95	bullet	10	10	3		bullet			0
total	5.142.306.993								648.147.573	310.052.883	1.828.913.865

* juros variáveis: 6,09% pagos em 31/7/95, a partir de 96 juros de 3% até 1998, 4% em 1999, 5% em 2000 e 2001 e 2002 em diante 6%

obs: 1) bullet: pagável somente no vencimento em uma única parcela

2) todos os títulos (valor nominal em real) são indexados ao IGP-DI, exceto o SIBR930731 que é indexado ao Dólar Americano

3) conversão em dólar: valor em moeda corrente do dia da emissão dividido pelo dólar comercial médio do mês de emissão(CE-FGV)

4) cálculo dos juros até o ano 2002 foi realizado sobre o saldo devedor(PUXquantidade de título devido) em dólar corrente

5) os títulos com prazo indeterminado de amortização são úteis apenas no processo de privatização

Fonte: CODIP/STN/MF

ANEXO 9

ASPECTOS RELATIVOS AO IMPOSTO DE RENDA DA PESSOA JURÍDICA PARA FINS DE CÁLCULO DO IMPACTO DA ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA

Segundo a legislação do imposto de renda da pessoa jurídica, as empresas constituídas sob a forma de sociedade por ações de capital aberto ou que tenham receita anual superior ao limite de 12.000.000,00 obrigatoriamente devem utilizar o método do lucro real para fins de cálculo do imposto de renda. Salientamos que as empresas privatizadas e as serem privatizadas se enquadram nesses requisitos.

Quanto a alíquota do imposto e a base de cálculo do adicional do imposto, a legislação não foi única no período de 1991 a 1997, ocorrendo alterações consideráveis. Abaixo segue um levantamento dessas alterações:

ano calendário	lei/MP	alíquota	adicional	parcela do lucro que exceder a:
1992	8.383/91	25	10	25.000 UFIR
1993	8.541/92	25	10	25.000 UFIR
1994	8.541/92	25	10	25.000 UFIR
1995	MP 812/94	25	12	180.000 a 780.000 UFIR
			18	acima de 780.000 UFIR
1996	9.249/95	15	10	240.000,00 reais
1997	9.249/95	15	10	240.000,00 reais

Como se verifica para o período de 1992 a 1994, a alíquota máxima, incluindo o adicional, tende a 35%, e a mínima será de 25%, quando a parcela excedente a 25.000,00 UFIR for zero, apresentando assim uma alíquota média de 30%. Seguindo esse mesmo raciocínio, para o ano de 1995, a alíquota máxima será de 40%, considerando uma média de 15% entre os adicionais, e a mínima será de 25%, apresentando uma alíquota média de

32,5%. Já a partir de 1996, a máxima será de 25% e a mínima de 15%, apresentando uma alíquota média de 20%.

Com base no levantamento acima, pode-se calcular o valor de t , isto é a alíquota para fins de mensurar o impacto fiscal, que será a alíquota média mencionada acima. Portanto, os valores de t serão:

1992 a 1994: 30%

1995: 32,5%

1996 em diante: 20%

ANEXO 10

RENTABILIDADE PATRIMONIAL (RETURN ON EQUITY - ROE)

SETOR DE TELECOMUNICAÇÃO

EMPRESA	1993	1994	1995	1996
BRITISH TEL	14,40	13,30	16,20	
BCE	NEG	9,80	7,00	
BELL ATLANTIC	17,50	23,30		23,90
AT T	31,80	27,00	32,70	26,60
GTE	10,70	22,30	38,20	40,00
BELL SOUTHWEST	8,90	14,80	13,80	21,60
AMERITECH	1,90	28,60	28,80	28,30
SBC COM.	19,60	20,40	31,30	30,70
MCI COM.	13,40	11,10	6,10	10,50
NORTHEM TEL	2,30	8,20	12,20	12,70
MÉDIA	13,39	17,88	18,63	19,43

obs: foram selecionadas com base no maior valor de mercado no ano

ROE = NET INCOME / SHAREHOLDER'S EQUITY

FONTE: BUSSINES WEEK JULY 1994, 1995, 1996 E MARCH 1997

ANEXO 11

RENTABILIDADE PATRIMONIAL (RETURN ON EQUITY (ROE))

SETOR DE ENERGIA E GÁS

EMPRESA	1993	1994	1995	1996
NATIONAL POWER	20,60	23,20	24,20	
ENRON	14,20	17,40	17,80	
DUKE POWER	14,00	13,60	13,70	11,80
DOMINION REC.	12,20	9,80	9,90	12,30
SCE CORP.	10,50	11,40		
ENTERGY	9,00	7,50	8,00	5,50
SOUTHERN	12,50	12,90	12,90	10,50
PACIFIC G & EL.	11,60	12,10	13,70	-
NOVA CORP.	9,00	20,00	14,40	
MÉDIA	12,62	14,21	14,33	10,03

FONTE: BUSSINES WEEK JULY 1994, 1995, 1996 E MARCH 1997

ANEXO 12

RENTABILIDADE PATRIMONIAL SETORIAL

AS 10 MAIORES POR VENDA

Setor de Mineração - 1993

Em US\$ milhões

EMPRESA	VENDA	LUCRO	PAT. LÍQUIDO	L/PL
MBR	336,30	27,50	292,20	9,41
FETERCO	174,20	7,40	72,80	10,16
Rio do Norte	170,00	31,30	383,00	8,17
SAMARCO	162,30	61,70	302,20	20,42
SAMITRI	99,60	38,60	311,00	12,41
Min. de Amianto	90,10	16,00	64,00	25,00
Paranapanema	84,40	27,60	429,10	6,43
Min. Taboca	61,60	(11,00)	212,00	(5,19)
Rio Paracatu	58,70	4,50	48,40	9,30
CADAM	54,40	7,00	111,40	6,28
média	137,47	22,62	234,97	10,24

setor: mineração

ano: 1994

US\$milhões

EMPRESA	VENDA	LUCRO	PAT. LÍQUIDO	L/PL
MBR	454,00	33,60	436,00	7,71
FERTECO	241,00	9,50	163,00	5,83
SAMARCO	241,00	38,90	427,00	9,11
RIO NORTE	191,80	31,80	532,00	5,98
SAMITRI	163,00	20,20	451,00	4,48
Paranapanema	128,00	2,20	556,00	0,40
Min. Amianto	123,30	26,10	102,00	25,59
Morro Velho	110,00	(5,40)	98,00	(5,51)
CADAM	98,00	17,40	181,00	9,61
Rio paracatu	78,00	22,00	98,00	22,45
média	194,46	19,37	327,33	8,56

Fonte: Exame Maiores e Melhores

(continuação do anexo 12)

Setor de Mineração - 1995

Em US\$ milhões

EMPRESA	VENDA	LUCRO	PAT. LÍQUIDO	L/PL
MBR	412,40	3,60	478,00	0,75
MAGNESITA	296,30	32,70	240,00	13,63
FETERCO	264,50	10,10	198,10	5,10
SAMARCO	251,00	67,30	503,00	13,38
MRN	188,20	10,30	548,00	1,88
CBMM	168,00	20,90	109,00	19,17
SAMITRI	159,60	44,50	522,00	8,52
SAMA	121,00	22,30	116,00	19,22
M. Morro Velho	94,90	(15,10)	64,00	(23,59)
N. Tocantins	82,80	12,90	101,00	12,77
média	217,32	21,84	308,68	7,08

Fonte: Exame Maiores e Melhores

Setor de Mineração - 1996

Em US\$ milhões

EMPRESA	VENDA	LUCRO	PAT. LÍQUIDO	L/PL
MBR	388,40	1,40	471,90	0,30
FERTECO	282,30	14,80	191,60	7,72
SAMARCO	268,30	23,80	517,80	4,60
MAGNESITA	261,20	5,90	243,50	2,42
SERRANA	233,00	9,20	177,70	5,18
MRN	232,00	38,20	600,00	6,37
SAMITRI	153,40	13,20	540,00	2,44
SAMA	133,00	34,80	148,80	23,39
CBMN	145,90	34,00	148,80	22,85
média	233,06	19,48	337,79	8,36

Fonte: Exame Maiores e Melhores

ANEXO 13

RENTABILIDADE PATRIMONIAL SETORIAL

AS 10 MAIORES POR VENDA

Setor Químico e Petroquímico

ano: 1993

Em US\$ milhões

EMPRESA	VENDA	LUCRO	PAT. LÍQUIDO	L/PL
RHODIA	833,30	30,50	422,10	7,23
HOESCHT	724,50	12,50	192,00	6,51
BAYER	466,90	4,90	265,00	1,85
WHITE MART.	450,80	60,10	249,00	24,14
DU PONT	409,00	12,40	73,60	16,85
CIBA	382,10	14,60	247,00	5,91
SOLVAY	345,70	(6,30)	228,00	(2,76)
SANDOZ	306,00	(0,20)	50,90	(0,39)
DOW PROD	301,00	(2,80)	71,00	(3,94)
RENNER	287,20	1,00	74,70	1,34
média	450,65	12,67	187,33	6,76

Fonte: Maiores e Melhores(EXAME) 1993

Setor Químico e Petroquímico

ano: 1994

Em US\$ milhões

EMPRESA	VENDA	LUCRO	PAT. LÍQUIDO	L/PL
BASF	1.180,00	93,00	305,00	30,49
RHODIA	1.068,00	89,00	743,00	11,98
HOECHST	975,00	24,80	278,40	8,91
White martins	718,20	105,00	439,00	23,92
BAYER	644,00	35,90	409,00	8,78
PET. Camaçari	593,00	44,90	512,30	8,76
DU PONT	493,60	105,60	454,00	23,26
CIBA GEIGY	489,60	105,60	454,00	23,26
SOLVAY	467,00	27,90	349,90	7,97
3 M BRASIL	454,00	25,10	154,50	16,25
média	736,49	70,19	438,29	16,36

Fonte: Maiores e Melhores(EXAME) 1994

(continuação do anexo 13)

Setor Químico e Petroquímico

ano: 1995

Em US\$ milhões

EMPRESA	VENDA	LUCRO	PAT.LÍQUIDO	L/PL
BASF	1.135,00	(40,00)	285,00	(14,04)
HOECHST	874,00	(17,00)	287,00	(5,92)
RHODIA	833,00	6,20	854,00	0,73
BAYER	659,00	1,40	439,00	0,32
White Martins	618,70	32,40	476,00	6,81
CPC	551,00	0,60	554,00	0,11
CIBA	478,00	44,30	517,00	8,57
DU PONT	457,00	41,00	245,00	16,73
CORAL	450,00	6,40	68,00	9,41
OPP	417,00	68,00	298,00	22,82
média	672,86	8,37	413,89	4,55

Fonte: Exame Melhores e Maiores, 1995

Setor Químico e Petroquímico

ano: 1996

Em US\$ milhões

EMPRESA	VENDA	LUCRO	PAT.LÍQUIDO	L/PL
BASF	1.247,80	(86,60)	285,40	(30,34)
TRIKEM	737,00	10,00	895,00	1,12
White Martins	668,80	82,10	534,00	15,37
BAYER	634,00	10,80	463,00	2,33
DU PONT	619,00	(17,30)	222,00	(7,79)
RHODIA	612,00	(96,00)	716,00	(13,41)
HOECHST	463,00	9,40	267,00	3,52
SOLVAY	440,70	17,10	383,00	4,46
MANAH	411,00	26,80	164,00	16,34
NOVARTIS	408,00	31,30	471,00	6,65
média	648,14	(4,86)	436,60	(0,17)

fonte: Exame Melhores e Maiores, 1996

ANEXO 14

RENTABILIDADE DAS EMPRESAS DO SETOR PETROQUÍMICO
PERÍODO PRÉ-PRIVATIZAÇÃO

EMPRES	1989	1990	1991	1992	1993	1994
A						
COPEL	7,5	12,0	-1,5	-	-	-
COPEL	8,0	6,4	-3,2	0,2	-5,4	5,0
Polioléfinas	-	0,8	5,6	1,3		-
PQU	0,7	4,5	-1,6	-1,55	0,35	

OBS: Datas das privatizações: Copel - 15/02/92; Copel - 15/08/95;

Polioléfinas - 19/03/93; PQU - 24/01/94

Fonte: Gazeta Mercantil , EXAME e BNDES

ANEXO 15
VALOR ATUAL DO FLUXO DE JUROS

ANO	RECEITA	JUROS	ACUMULADO	VALOR ATUAL	US\$ milhões ACUMULADO
1991	1.614,00	374,93	375,00	1.312,95	1.312,95
1992	2.401,00	557,75	932,75	1.584,97	2.897,92
1993	2.627,00	610,25	1.543,00	1.407,26	4.305,18
1994	1.966,00	456,70	1.999,71	854,63	5.159,82
1995	1.033,00	239,97	2.239,67	363,95	5.523,77
1996	4.080,00	947,78	3.187,46	1.167,95	6.691,72
1997	8.170,90	1.470,60	4.658,06	1.245,76	7.937,48
1998	11.167,30	2.010,11	6.668,17	1.443,55	9.381,03
1999	11.167,30	2.010,11	8.678,28	1.223,35	10.604,38
2000	9.894,50	1.781,01	10.459,29	918,62	4.831,28
2001					
2002					
TOTAL					11.523,00

OBS: 1) para o período 1991 a 1996, taxa overnight média verificada de 23,23%

2) para o período 1996 a 2002, taxa overnight média estimada de 18%.

ANEXO 16
VALOR ATUAL DA DÍVIDA ASSUMIDA

ANO	DIV. ASSUMIDA	US\$ MILHÕES	
			VALOR ATUAL
1992	62,01		176,19
1993	62,01		142,97
1994	62,01		116,02
1995	62,01		94,15
1996	62,01		76,40
1997	253,00		214,41
1998	253,00		181,70
1999	253,00		153,98
2000	253,00		130,49
2001	253,00		110,59
2002	253,00		93,72
			1.490,63

obs: 1)1992-1996: média dos R\$310,00 milhões

2)1997-2002: média dos R\$ 1518,00 milhões

3) taxa utilizada: 1992/96=23,23% e 1997/2002=18% .

ANEXO 17
 VALOR ATUAL DA TRANSFERÊNCIA DE INVESTIMENTO

ANO	INVESTIMENTO	VALOR ATUAL	US\$ MILHÕES
			TOTAL
1992	183,7	522,03	
1993	268,29	618,69	
1994	737,1	1.379,35	
1995	1008,14	1.530,86	
1996	546,16	669,34	4.720,26
1997	712,7	603,98	
1998	3252,4	2.335,82	
1999	5792,1	3.525,25	
2000	7332	3.781,76	
2001	7332	3.204,88	
2002	7332	2.716,00	16.167,71
TOTAL			20.887,97

OBS: taxa de desconto: 1992/96: 23,23% e 1997/2002: 18%

ANEXO 18
VALOR ATUAL DA ARRECADAÇÃO TRIBUTÁRIA

ANO	US\$ milhões			TOTAL
	ARREC.1	VALOR ATUAL	ARREC.2	
1992	50,57	143,71		
1993	128,98	297,43		
1994	239,31	447,83		
1995	284,47	431,99		
1996	212,73	262,15		
1997	328,38	278,29	251,96	213,53
1998	328,38	235,84	790,11	567,44
1999	328,38	199,86	790,11	480,89
2000	328,38	169,37	632,80	326,39
2001	328,38	143,54	2.465,00	1.077,47
2002	328,38	121,64	2.465,00	913,11
TOTAL		2.731,64		3.578,83

Obs: taxa de desconto utilizada: 1992/96 = 23,23%; 1997/2002=18%

arrec.1 = refere-se as empresas já privatizadas

arrec.2 = refere-se as empresas a serem privatizadas

ANEXO 19
VALOR ATUAL DO FLUXO DE DIVIDENDOS

ANO	DIVIDENDOS SPE	VALOR ATUAL	TOTAL	US\$ milhões	
				DIVIDENDOS HOLDING	VALOR ATUAL
1992	9,29	26,40			
1993	9,83	22,67			
1994	9,83	18,40			
1995	11,64	17,68			
1996	13,34	16,44	101,58		
1997	13,34	11,31		80,66	68,36
1998	13,34	9,58		194,58	139,74
1999	13,34	8,12		308,49	187,76
2000	13,34	6,88		409,42	211,17
2001	13,34	5,83		409,42	178,96
2002	13,34	4,94	46,66	409,42	151,66
			148,24		937,65

OBS: 1) dividendos spe inclui as empresa privatizadas até 1996.
2) taxas de descontos: 1992/96: 23,23% e 1997/2002:18%