
PRIVATIZAÇÃO E AJUSTE FISCAL: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA*

Ricardo da Costa Nunes**
Selene Peres Nunes***

Resumo

O trabalho estima a contribuição da privatização brasileira para o ajuste fiscal e analisa as linhas gerais para aceitação de moedas e destinação de recursos que podem propiciar maiores ganhos para o Tesouro Nacional no âmbito do Programa Nacional de Desestatização (PND). Como a escolha dos meios de pagamento aceitos na privatização — moeda corrente, títulos públicos e/ou crédito — está subordinada à orientação governamental de abater dívida interna, mobiliária ou securitizada, ou financiar outras despesas, sejam de custeio, sejam de investimento, as duas decisões são

* Os autores agradecem os comentários e sugestões de Maria Conceição Sampaio de Sousa, Flávio R. Versiani e Valmir Rezende a uma versão preliminar deste trabalho.

** Da Secretaria do Tesouro Nacional/MF, cedido para a Secretaria de Assuntos Internacionais do Ministério do Planejamento e Orçamento.

*** Da Secretaria do Tesouro Nacional/MF, cedida para a Assessoria Econômica do Ministério do Planejamento e Orçamento, e da Universidade de Brasília.

interdependentes e devem ser tomadas em conjunto.

1 Introdução

O objetivo deste trabalho é estimar a contribuição da privatização brasileira para o ajuste fiscal e analisar a técnica de privatização e as linhas gerais para aceitação de moedas e destinação de recursos que podem propiciar maiores ganhos para o Tesouro Nacional no âmbito do Programa Nacional de Desestatização (PND).

No segundo capítulo, utiliza-se um modelo para estimar o ganho fiscal, um dos principais objetivos da privatização brasileira. Contudo, como o impacto fiscal da privatização depende, em grande medida, da condução do processo, o terceiro capítulo analisa a aceitação de meios de pagamento — moeda corrente ou moedas de privatização —, a destinação de recursos — dívida interna ou dívida externa — e a proveniência dos recursos — interna ou externa — que podem propiciar o maior ganho fiscal possível. São ainda apresentadas sugestões quanto ao *mix* ótimo de moedas aceitas.

Por fim, o quarto capítulo discute outros efeitos macroeconômicos da privatização brasileira, de mensuração mais difícil, quais sejam: a retomada dos investimentos e o aumento da eficiência da estrutura industrial.

2 Ajuste Fiscal das Contas Públicas

A idéia de que se poderia abater dívida pública com a venda de propriedade estatal já era apontada por Adam Smith (1937): “Em todas as monarquias da Europa, a venda das terras do rei produziria uma grande soma de dinheiro, a qual, se aplicada ao pagamento da dívida pública (...)”¹ (tradução livre dos autores).

¹ “In every monarchy in Europe the sale of the crown lands would produce a very large sum of money, which, if applied to the payment of the public

No Brasil, essa posição é corroborada por um raciocínio aparentemente simples de Campos (1995), que pode ser assim resumido: “Como o capital da União investido nas empresas estatais rende 1,08% a.a., a privatização pode ter um significativo impacto fiscal se esse patrimônio for vendido e usado para abater dívida pública, sobre a qual o governo paga juros anuais na faixa de 20% a 25%. A cada R\$ 10 bilhões de patrimônio alienado seria possível obter uma economia líquida de R\$ 1,9 bilhão a R\$ 2,4 bilhões por ano.” De fato, a PETROBRÁS registrou uma rentabilidade de 10,19% a.a. e a Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), de 7,12% a.a., enquanto a taxa de juros real da dívida interna oscilou em torno de 18% a.a.

O impacto fiscal sugerido por Campos é bastante significativo. Em 1994, o patrimônio líquido da União nas empresas federais somava cerca de US\$ 88 bilhões. Se todo esse patrimônio fosse vendido pelo seu valor contábil e usado para abater a dívida pública, seria possível ter uma economia líquida anual de 3,3% do PIB em despesas correntes. Considerando-se que a União teve retorno sob a forma de dividendos de apenas 0,4% do seu patrimônio aplicado nas empresas estatais no período 1988-94 e que o governo teve que captar recursos no mercado para rolar sua dívida a taxas reais de 20% a 25% ao ano, a simples troca da totalidade das ações que a União detém nessas empresas por papéis da dívida pública pode produzir uma redução acumulada das suas necessidades de financiamento, cujo valor presente estimado chega a U\$ 36,9 bilhões.

Para Tourinho e Viana (1993b, p.2): “Os resultados do PND, quando comparados com os dos programas de privatização de outros países da América Latina, parecem, à primeira vista, bastante modestos. Entretanto, uma comparação mais cuidadosa revela que o PND é, entre eles, o de maior relevância no que tange à intervenção no setor industrial, pois foi

debts (...)”. Citado originalmente por Yarrow (1986) e, mais tarde, por Werneck (1989) e Giambiagi e Pinheiro (1996).

o programa que arrecadou maior volume de recursos com a alienação de participação estatal em empresas industriais (US\$ 3,6 bilhões)”.

Essa posição de que a privatização deve ser usada para abater dívida pública, aparentemente consensual entre os economistas, foi colocada em xeque por alguns autores. Hemming e Mansoor (1988), Builter (1983), Mansoor (1988) e Walters (1992) argumentam que a privatização não contribui para reduzir o déficit público, pois implica tão-somente a troca de um ativo menos líquido por outro mais líquido, não proporcionando nenhum ganho fiscal direto. Para Mansoor, a política de privatização assemelha-se à emissão de títulos públicos: recebem-se recursos hoje, mas, em contrapartida, no futuro tem-se uma receita menor decorrente de uma redução de rendimentos. A esse respeito, Werneck (1989, p.27) alerta que: “Tal como tem ocorrido em outros países, a privatização tem sido erroneamente vista no Brasil como uma maneira de reduzir o déficit do governo — e, conseqüentemente, de alterar sua postura fiscal —, no montante equivalente ao resultado da venda de ativos. Já que a venda de ativos não acarreta mudanças no patrimônio líquido do governo, não há qualquer impacto fiscal, ainda que, certamente, o governo se veja com maior liquidez.” Também para Marcel (1989), o impacto fiscal no Chile teria sido nulo. Pinheiro e Schneider (1993) apontam a explicação: na década de 70, as estatais chilenas teriam se tornado rentáveis, e a receita com dividendos teria alcançado 25% do total da receita governamental.

Além disso, de fato, considerando-se que, depois que as empresas forem vendidas para abater a dívida pública, novos déficits continuarão sendo gerados, privatizar com o objetivo estrito de promover ajuste fiscal poderá ser uma iniciativa estéril. Como se pode observar nos dados constantes do relatório do FMI [International Monetary Fund, 1996], a experiência argentina mostra que, apesar de ter aumentado a competitividade externa e a produtividade interna, e embora o programa de privatização esteja na sua fase final, novos déficits

fiscais voltaram a ser gerados, e o endividamento atinge nível semelhante ao que antecedeu a privatização no país. Gerchunoff (1992) antecipou tal situação ao crer que o processo argentino não resultaria em aumento de eficiência porque mantinha monopólios, oferecia benefícios excepcionais como, por exemplo, recomposição tarifária e possibilidade de reajustes futuros.

De acordo com Mello (1994, p.446), a privatização não contribui para o ajuste fiscal, requerendo um conjunto de medidas paralelas: “Torna-se cada vez mais claro que o ajuste do desequilíbrio fiscal brasileiro só poderá ser enfrentado com sucesso se forem abertas muitas frentes de combate. Há que existir um permanente esforço do governo no sentido da implementação de medidas como: renegociação e alongamento do perfil das dívidas interna e externa; transferência para os governos subnacionais de alguns dos atuais encargos do governo federal; renegociação das dívidas dos estados e municípios para com o governo federal; controle coordenado das empresas estatais; (...) reforma da previdência social; aumento de impostos; redução de gastos; privatização; e assim por diante.”

Então, como conciliar os resultados fiscais de Campos (1995) com a conclusão de que a privatização não teria um impacto fiscal significativo? Há duas soluções complementares para esse aparente paradoxo. A primeira diz respeito ao valor das empresas vendidas. Giambiagi e Pinheiro (1996) desenvolveram um modelo para avaliar o impacto da privatização sobre as contas públicas, concluindo que o pequeno volume de receita de privatização, oriunda de poucas empresas no PND, não permitiria o ajuste fiscal das contas públicas. O principal efeito fiscal viria do aumento da rentabilidade das empresas e da eficiência da economia, bem como da transferência para o setor privado da responsabilidade de investir nos setores até então ocupados pelas estatais. De fato, é interessante observar que a Lei nº 8 031, que criou o PND, não lista o ajuste fiscal como um dos objetivos do programa, que

ficaria limitado àquilo que resultasse da redução dos encargos sobre a dívida abatida.

A segunda razão para o aparente paradoxo diz respeito à parcela dos lucros distribuída sob a forma de dividendos. A maior parte dos trabalhos considera, implicitamente, a distribuição integral de lucros, o que não corresponde à realidade brasileira. Giambiagi e Pinheiro (1996), por exemplo, afirmam que a privatização pode contribuir eficazmente para o ajuste fiscal devido a características peculiares da nossa economia, em que o pagamento de juros é elevado, e baixo o retorno de dividendos com a participação acionária das empresas públicas. Para esses autores, entre os benefícios da privatização em termos de ajuste fiscal, pode-se citar a utilização da receita de privatização para abater dívida. Só a venda da Vale do Rio Doce pode proporcionar a utilização de recursos da ordem de R\$ 5 a 6 bilhões, ou 1% do PIB, para abater a dívida pública. Esse benefício torna-se ainda maior com a redução do pagamento de juros em decorrência da redução do estoque de dívida e da queda dos juros em razão do aumento da credibilidade do governo e da menor necessidade de captação de recursos no mercado. Sendo o custo de rolagem da dívida pública maior que a receita de dividendos, o ganho com o abate de dívida possibilita reduzir o déficit futuro do setor público e age positivamente sobre as expectativas inflacionárias.

Além disso, também proporcionam ganho fiscal a transferência de dívidas do setor público para o setor privado, o fim dos aportes de capital para as empresas e o aumento da rentabilidade das empresas que continuam sendo estatais em decorrência da possibilidade de aumentarem os investimentos. Com o aumento de sua rentabilidade, a empresa privatizada também proporciona aumento de receita ao governo, oriundo do pagamento de mais impostos. Comparativamente à atual receita de dividendos, o pagamento de impostos tenderia a ser maior, contribuindo para melhorar a situação fiscal. Assim, o impacto da desestatização seria maior que o sugerido por Hemming e Mansoor (1988), Builter (1983) e Mansoor

(1988), pela conciliação de diversos fatores, e menor que o esperado por Campos (1995).

PRIVATIZAÇÃO E
AJUSTE FISCAL: A
EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA

Para analisar a contribuição da privatização, deve-se somar os efeitos da privatização de empresas controladas diretamente pela União e de subsidiárias, controladas indiretamente, e fazer o confronto entre os benefícios da privatização e os encargos da dívida pública. Assim, se o ganho fiscal permanente com a venda das empresas for maior do que as despesas com juros da dívida pública, a privatização contribui efetivamente para o ajuste fiscal.

2.1 Modelo para Estimar o Impacto Fiscal

A estimativa do impacto fiscal da privatização sobre a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) baseia-se nos modelos de Pinheiro e Giambiagi (1992), Pinheiro e Schneider (1993) e Hachette e Lüders (1992), acrescidos de algumas modificações necessárias à aplicação prática. Inicialmente, procede-se ao confronto entre benefícios e perdas com a privatização e, em seguida, analisa-se como a dívida pública evolui com e sem os efeitos da privatização. Assim, se o ganho fiscal permanente com a venda das empresas for maior do que as despesas com juros da dívida pública, a privatização contribui efetivamente para o ajuste fiscal, na medida em que reduz o estoque de dívida. A utilização no abatimento de dívida dos recursos obtidos com a privatização poderá contribuir para o ajuste fiscal se atender aos seguintes critérios conjuntamente: redução do valor do endividamento público absoluto e da relação dívida pública/PIB, queda da taxa de juros e aumento do resultado primário.

Ao longo da apresentação do modelo, serão adotados os seguintes procedimentos:

- a) Os valores serão apresentados em dólares ou em percentual do PIB na estimativa do ganho fiscal da venda de empresas.

b) Assumiremos que a privatização, no curto prazo, não repercute na credibilidade do governo, o que poderia permitir o alongamento da dívida com redução da taxa de juros, num percentual de difícil mensuração.

c) Todos os recursos arrecadados em moeda corrente na venda das participações diretas do governo foram utilizados para abater a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFI).

d) A dívida pública será dividida em duas categorias, tendo como parâmetro a taxa de juros: (i) A DPMFI, cuja taxa de juros foi arbitrada em 18% a.a., considerando-se a série histórica; e (ii) a Dívida em Créditos Securitizados (DC), referente a debêntures SIDERBRÁS, Certificados de Privatização, Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND) - OFND, Títulos da Dívida Agrária – TDA - e Letras Hipotecárias da Caixa Econômica, para a qual assumimos uma taxa de juros de 6% a.a.

Cabe observar que, embora pertençam à DPMFI, as Notas do Tesouro Nacional – Série P (NTN-P) apresentam taxa de juros de 6% a.a. e prazo de 15 anos para resgate e têm como credores as empresas controladas diretamente. Por essa razão, consideramos esses títulos recursos da União, uma vez que, quando as empresas credoras forem privatizadas, haverá um encontro de contas com a União, que assumirá os créditos e obrigações das empresas.

Para avaliar o saldo líquido do ajuste, deve-se estimar o fluxo presente dos ganhos fiscais das sucessivas vendas de empresas, deflacionado por um fator de desconto δ que reflete a fragilidade do setor financeiro público. Utilizaremos como valor representativo de δ a taxa *over-selic*, por representar o custo do dinheiro para o governo. Assim, a contribuição permanente da privatização poderia ser representada, ainda, da seguinte forma:

IFPt= economia com emissão de títulos da dívida mobiliária + economia de juros + redução de investimento pela transfe-

rência das empresas privatizadas - perda com a receita de dividendos + aumento de arrecadação tributária

O primeiro termo nos informa o ganho fiscal decorrente da entrada de dinheiro corrente. A receita em dinheiro complementa a necessidade de moeda corrente do governo que deixa de ir ao mercado captar recursos com taxa de juros elevada. O segundo termo reflete a economia com juros com a aceitação de créditos securitizados ou, em outros termos, a redução da despesa com juros. O terceiro termo refere-se à perda de receita com privatização e, finalmente, o quarto representa a diferença de arrecadação tributária decorrente do aumento de eficiência das empresas privatizadas.

O impacto permanente da privatização poderia ser medido por meio da igualdade:

$$IFP(vp) = (1-\alpha) P_p \cdot \lambda \cdot Kg + \sum_{t=1}^n [(i \cdot D_{t-1} + D^* - D^*_{t-1}) / (1+\delta)]^t + \sum_{t=1}^n [\theta (D_{t-1} - D^*_{t-1}) / (1+\delta)]^t + \sum_{t=1}^n [(l_t - l^*_t) / (1+\delta)]^t - \sum_{t=1}^n [(\beta \cdot Pg \cdot \lambda \cdot Kg) / (1+\delta)]^t + \sum_{t=1}^n [(tp \cdot rp - tg \cdot \beta \cdot \lambda \cdot Kg) / (1+\delta)]^t \quad (1)$$

Em relação à equação (1), podemos desmembrá-la e informar o significado de cada termo:

IFP(vp) = valor presente do impacto fiscal da privatização;

P_p = preço pago pelo setor privado pela parcela do capital do setor público privatizada;

δ = taxa de desconto do setor público;

α = parcela da privatização destinada a outros fins que não abater dívida;

$\lambda \cdot Kg$ = parcela do capital do setor público privatizada;

j = taxa de juros média paga sobre a DPMFI do setor público (a taxa *over-selic* será utilizada como *proxy*), que arbitramos em 18% a.a.;

θ = parcela amortizável da dívida pública aceita com receita de privatização;

β = taxa de retorno sobre o ativo, calculada dividindo-se os dividendos sobre o patrimônio líquido;

R_g = rentabilidade das empresas estatais nas mãos do governo;

I = investimento das empresas produtivas estatais;

K_p = capital privado decorrente de aquisição em privatização;

r_p = rentabilidade das empresas privatizadas nas mãos do setor privado;

I_p = investimento privado nas empresas privatizadas;

t = alíquota de tributação média sobre as empresas;

*= indica o valor quando há privatização para cada variável no mesmo período de tempo;

P_g = preço do capital público tal como percebido pelo governo; utilizaremos o patrimônio líquido como *proxy*;

D = dívida pública;

z = depreciação do capital.

O próximo passo é confrontar o benefício líquido da privatização com os encargos da dívida. Relacionando-se as despesas e receitas do setor público de um lado e, de outro, o financiamento das contas governamentais, com a suposição de câmbio constante, podemos apresentar a restrição orçamentária da União da seguinte forma:

$$C^g + I^g + i^* D^{eg} - T = \delta M + \delta D^{ig} + \delta D^{ig} \quad (2), \text{ em que:}$$

D^{ig} = dívida pública interna;

δ = diferencial;

T = receitas do setor privado;

C^g = consumo do setor público;

I = taxa de juros real da dívida pública interna;

D^{eg} = dívida pública externa;

i^* = taxa de juros real da dívida pública externa;

I^g = investimento do setor público (a alienação de ativos do setor público é contabilizada nesta categoria com sinal negativo).

Fazendo $D = D^{ig} + D^{eg}$ e reescrevendo (2), temos que:

$\delta D = D'(i-g) + p' - \delta M/Y$ (3), em que:

D' = relação da dívida pública/PIB;

p' = resultado fiscal primário/PIB (se positivo, superávit);

G = taxa de crescimento real do PIB;

M = base monetária;

Y = produto interno bruto (PIB).

Foram adotados os seguintes procedimentos:

1. Em 1997, a estimativa de receita de privatização é de 90 bilhões, segundo Brasil/MPO (1997). Considerando-se o PIB de R\$ 815 bilhões, temos que a estimativa é de 11% com receita de privatização que assumiremos que se realize dentro dos próximos quatro anos em parcelas iguais, incluindo 1997.

2. A receita de privatização é constituída em 50% de recursos em moeda corrente e 50% em moedas de privatização.

3. Empregaremos o conceito de NFSP abaixo da linha, calculado pelo Banco Central, e não o conceito de déficit acima da linha, divulgado pela Secretaria de Política Econômica (SPE). Embora os dois conceitos devessem apresentar o mesmo resultado, isso não vem ocorrendo.

4. Quando uma empresa é transferida à iniciativa privada, a responsabilidade pelos investimentos passa a ser do setor privado. Assim, muitas vezes se deduz o valor dos investimentos integralmente do cálculo do ganho fiscal. Contudo, algumas empresas autofinanciam seus investimentos, enquanto outras recorrem a aporte governamental. Para o orçamento de 1998, a previsão é de que 1,4% do orçamento estatal seja de aporte do Tesouro Nacional ou da empresa controladora. Assim, entendemos que o impacto fiscal na NFSP é de apenas uma fração do montante desses investimentos, que arbitramos em 5%.

5. Tem-se argumentado que as empresas privatizadas se tornaram mais eficientes, o que faz com que algumas empresas passem a pagar impostos, e as que já pagavam passem a pagar mais. Assim, arbitramos em 5% o ganho com a elevação de receita tributária.

2.2 Estimativa de Ganho Fiscal com a Privatização

Supondo-se que a taxa de desconto seja de 18%, o estoque inicial da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) seja de 32% do PIB — verificado em janeiro de 1997 —, que o governo apresente sucessivos superávits primários de 1%, e o PIB, a partir de 1997, apresente crescimento de 3% a.a., analisamos a contribuição do ajuste fiscal da privatização.

O ganho fiscal originado pelo menor pagamento de juros sobre a dívida pública, seja pelo abatimento com os recursos em moeda corrente, seja pela aceitação das moedas de privatização, pelo aumento de receita tributária utilizada no abatimento de dívida, pela transferência da responsabilidade pelos investimentos públicos, subtraído dos dividendos que o

governo deixa de receber com a privatização, foi de 9,53% do PIB (ver tabelas 1 e 2 a seguir).

PRIVATIZAÇÃO E
AJUSTE FISCAL: A
EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA

Esse resultado é maior do que o realizado em outros trabalhos, o que tem origem no fato de se ter considerado uma privatização de R\$ 90 bilhões,² quando, até então, o impacto da privatização envolvia cifras bem menores, algo em torno de R\$ 12 bilhões. O trabalho corrobora a tese de Pinheiro e Giambiagi de que a privatização pode atuar eficazmente no ajuste fiscal em razão de particularidades de nossa economia, a saber, elevados juros e grande participação das estatais na economia brasileira.

² De acordo com Geoff Dyer(1997), trata-se do maior programa de privatização do mundo. Também para Tomás Málaga (1997,A-3) o volume de privatizações deverá reduzir a despesa de juros em cerca de 2% do PIB.

GRÁFICO 1

Evolução da Dívida Líquida do Setor Público com e sem Privatização

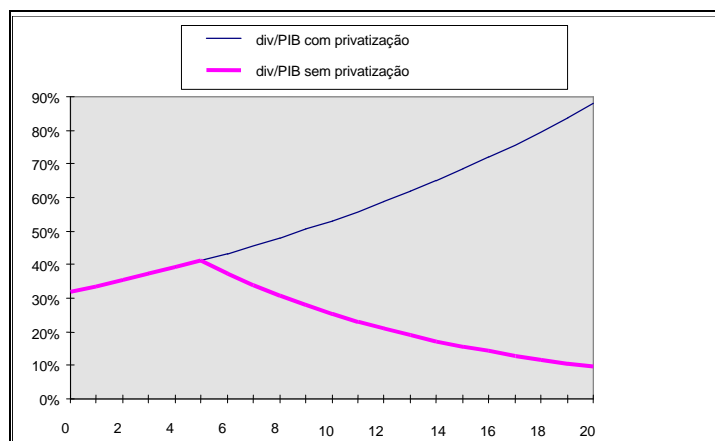


TABELA 1

Análise de Sensibilidade das Estimativas do PND

Taxas de Juros (%)	Impacto Fiscal (% do PIB)	Relação DLSP/PIB		(a)/(b)
		Sem Privat. (a)	Com Privat. (b)	
18	9,53	0,88	0,21	4,15683
17	5,94	0,83	0,35	2,39875
16	5,89	0,78	0,33	2,38712
15	5,85	0,73	0,31	2,37732
14	5,81	0,69	0,29	2,36940
13	5,77	0,65	0,27	2,36343
12	5,74	0,61	0,26	2,35947
11	5,72	0,57	0,24	2,35763
10	5,70	0,54	0,23	2,35805
9	5,69	0,51	0,21	2,43443

TABELA 2

Estimativas de Impacto Fiscal do Programa Nacional de Desestatização — Percentuais do PIB a Valores Presentes de 1997

PRIVATIZAÇÃO E
AJUSTE FISCAL: A
EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA

(Em porcentagem)

Anos	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
1. Receita em moeda	0,01	0,00	0,06	0,41	0,08	0,56	2,25	1,85	1,52	1,25	1,03	0,85	0,00
2. Economia com juros	0,43	0,57	0,39	0,08	0,07	0,08	0,47	0,39	0,32	0,26	0,22	0,18	0,00
3. Economia c/ inv. (% do PIB)	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01
4. Perda com receitas div. (% do PIB)	0,05	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,00	0,00	0,01
5. Ganho com elev. de trib.	0,09	0,08	0,07	0,06	0,05	0,04	0,04	0,03	0,03	0,02	0,00	0,00	0,01
Anos	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. Receita em moeda	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2. Economia com juros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3. Economia c/ inv. (% do PIB)	0,00	0,00	0,00	0,02	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Perda com receitas div. (% do PIB)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
5. Ganho com elev. de trib.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
PIB (em US\$ milhões)	405 770	409 167	507 353	545 290	595 261	646 744	668 086	688 129	708 772
Receita priv. (US\$ milhões)	1 564	2 451	2 621	1 972	1 004	4 405	15 000	15 000	15 000
Receita em cash (US\$ milhões)	15	1	163	1 348	328	3 304	7 500	7 500	7 500
Receita em títulos (US\$ milhões)	1 549	2 450	2 458	624	676	1 101	7 500	7 500	7 500
Receita em cash (% do PIB)	0,00	0,00	0,03	0,25	0,06	0,51	1,12	1,09	1,06
Receita em títulos (% do PIB)	0,39	0,60	0,52	0,36	0,17	0,68	2,25	2,18	2,12
Invest. das EE (% PIB)	2,33	2,42	1,98	1,58					
Economia c/ inv. das EE (% do PIB)	0,02	0,04	0,06	0,08	1,04	0,12	0,15	0,17	0,19
Dividendos das EE (US\$ milhões)	96	224	179	405	300	729			
Dividendos como % do PIB	0,02	0,05	0,04	0,07	0,05	0,11			
Imposto de Renda pago pelas EE*						1 729			
Ganho maior rec. tributária									

(continuação)

(continua)

PLANEJAMENTO E
POLÍTICAS PÚBLICAS
Nº 17- JUN DE 1998

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PIB (em US\$ milhões)	730 036	751 937	774 495	797 730	821 662	846 311	871 701
Receita priv. (US\$ milhões)	15 000	15 000	15 000				
Receita em cash (US\$ milhões)	7 500	7 500	7 500				
Receita em títulos (US\$ milhões)	7 500	7 500	7 500				
Receita em cash (% do PIB)	1,06	1,00	0,97				
Receita em títulos (% do PIB)	2,05	1,99	1,94				
Invest. das EE (% PIB)							
Economia c/ inv. das EE (% do PIB)	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Dividendos das EE (US\$ milhões)							
Dividendos como % do PIB							
Imposto de Renda pago pelas EE*				86,45			
Ganho maior rec. tributária				86,45	86,45	86,45	86,45
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PIB (em US\$ milhões)	924 787	952 531	981 107	1 010 540	1 5040 856	1 072 082	1 104 244
Receita priv. (US\$ milhões)							
Receita em cash (US\$ milhões)							
Receita em títulos (US\$ milhões)							
Receita em cash (% do PIB)							
Receita em títulos (% do PIB)							
Invest. das EE % PIB							
Economia c/ inv. das EE (% do PIB)	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Dividendos das EE (US\$ milhões)							
Dividendos como (% do PIB)							
Imposto de Renda pago pelas EE*							
Ganho maior rec. tributária	86,45	86,45	86,45	86,45	86,45	86,45	86,45
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
PIB (em US\$ milhões)	1 137 372	1 171 493	1 206 638	1 242 837	1 280 122	1 318 526	
Receita priv. (US\$ milhões)							
Receita em cash (US\$ milhões)							
Receita em títulos (US\$ milhões)							
Receita em cash (% do PIB)							
Receita em títulos (% do PIB)							
Invest. das EE % PIB							
Economia c/ inv. das EE (% do PIB)	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21	
Dividendos das EE (US\$ milhões)							
Dividendos como (% do PIB)							
Imposto de Renda pago pelas EE*							
Ganho maior rec. tributária	86,45	86,45	86,45	86,45	86,45	86,45	

Fonte: STN/MF, SEST/MPO, Balanço Anual Gazeta Mercantil.

Nota: * Estimativa a partir de dados fornecidos pela STN.

3 Meios de Pagamento e Destinação de Recursos

PRIVATIZAÇÃO E
AJUSTE FISCAL: A
EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA

No capítulo anterior, o impacto fiscal da privatização foi estimado sob a hipótese de que a escolha dos meios de pagamento aceitos seria neutra para o processo. Supôs-se que seriam aceitos 50% em moeda corrente e 50% em títulos. Contudo, a análise do potencial da privatização para o ajuste fiscal no Brasil não pode deixar de considerar, também, esse aspecto, embora seja de difícil quantificação.

O objetivo deste capítulo é identificar as linhas gerais para aceitação de moedas e utilização dos recursos obtidos no âmbito do PND, com o intuito de obter o maior ganho fiscal possível. Discutem-se os aspectos que devem ser considerados na definição do *mix* ótimo de moedas aceitas. A escolha dos meios de pagamento aceitos na privatização — moeda corrente, títulos públicos e/ou crédito — está subordinada à orientação governamental de abater dívida interna, mobiliária ou securitizada, ou financiar outras despesas, sejam de custeio, sejam de investimento. Como se verá, as duas decisões são interdependentes e devem ser tomadas em conjunto.

Ao aceitar uma proporção elevada de moedas de privatização, está-se restringindo o leque de destinação de recursos ao resgate de dívida securitizada em poder do mercado e favorecendo a renegociação de dívidas vencidas, ao mesmo tempo em que se oferece estímulo para acelerar o processo de privatização. Contudo, se um dos objetivos que se espera atingir com o programa de privatização é o ganho fiscal com a entrada de recursos, a prioridade do governo deve ser a redução da dívida mobiliária, cujo custo é superior ao da dívida securitizada, e, conseqüentemente, o governo deve preferir a aceitação de moeda corrente.

No entanto, segundo Tourinho e Viana (1993b, p.25): “A utilização de títulos de crédito contra o governo, como “moedas” no PND, encontra amparo em uma dificuldade de ordem prática, caso se pretendesse que a alienação fosse liquidada em

moeda corrente: o volume relativamente pequeno dos agregados monetários no Brasil.”

A busca do ganho fiscal, no entanto, não é consensual. Se o objetivo básico do programa de privatização é aumentar a eficiência da economia, pode ser indiferente aceitar moeda corrente, títulos públicos e/ou crédito, pois o fundamental passa a ser acelerar o processo. Nessa hipótese, o governo pode, adicionalmente, aceitar moeda corrente, destinando os recursos para a realização de investimentos.

Outro aspecto a ser considerado é a situação fiscal do país. Caso a necessidade de recursos seja expressiva, o país pode aceitar apenas moeda corrente ou aceitar títulos da dívida pública apenas numa segunda etapa, como fez a Argentina, que iniciou o processo com empresas rentáveis [Gerchunoff e Cánovas, 1994].

Além destes, outros aspectos fiscais e monetários, por exemplo a proveniência interna ou externa de recursos e seu impacto sobre o balanço de pagamentos, podem ser determinantes da decisão. Com o intuito de reduzir o estoque da dívida no maior montante possível, tem-se questionado se o volume de recursos obtido na venda de empresas estatais seria maior com recebimento somente em moeda corrente ou com aceitação de moedas de privatização. Segundo Gerchunoff (1992), o recebimento de títulos da dívida externa no período 1989-82 contribuiu para aliviar as contas fiscais argentinas no curto prazo. Além disso, surge também a questão de que destino dar a esses recursos: reduzir dívida interna, recomprar dívida externa ou financiar o Tesouro Nacional. Para Simonsen (1995, p.13), as receitas de privatização devem ser utilizadas para abater dívida: “(...) usar as receitas de privatização para resgatar parte da dívida pública, sobretudo dívida interna mobiliária, é medida altamente salutar”.

3.1 Moeda Corrente ou Moedas de Privatização?

Considerando-se que o sucesso do programa de privatização depende muito do nível de poupança, que o país passou por

uma década de crise econômica, e que boa parte dos recursos internos se encontra concentrada em títulos da dívida pública, convém estar preparado para contornar dificuldades que podem surgir na formação de mercado para os ativos estatais. Assim, a aceitação de *moedas de privatização* e a oferta de crédito aos compradores de empresas públicas representam incentivos adicionais, que reduzem custos para que a iniciativa privada adquira empresas consideradas ineficientes e com elevados passivos.

Há, portanto, situações em que o governo não recebe moeda corrente pela venda da empresa, mas o simples fato de deixar de aportar recursos já constitui uma vantagem. A aceitação de moedas de privatização, nesse contexto, seria preferível à mera liquidação das empresas. Esse aspecto é relevante porque é meta do governo federal acelerar o programa de privatização e ampliar o programa com a inclusão dos estados no processo, o que deverá aumentar, consideravelmente, a oferta de empresas privatizáveis.

No entanto, freqüentemente, afirma-se que a aceitação de moedas de privatização no PND implica perdas nas vendas dos ativos estatais, por três razões que serão comentadas a seguir: i) em razão da pequena entrada de recursos em moeda corrente, impedindo que se resgate a dívida mobiliária, cujo custo é mais elevado, e reduzindo o ganho fiscal; ii) porque as dívidas vencidas são aceitas pelo seu valor ao par, sem que o governo se aproprie do deságio; e iii) porque, ao resgatar títulos antecipadamente, reduz-se o perfil da dívida.

O primeiro argumento aponta como problema a pequena entrada de recursos em moeda corrente nas contas do Tesouro Nacional. O governo estaria substituindo uma dívida de até 6% a.a. por outra em torno de 18% a.a. A principal desvantagem na utilização da dívida do governo como moeda diz respeito ao fato de que os recursos em moeda de privatização que se recebe pela venda dos ativos estatais não aumentam as disponibilidades de caixa do Tesouro, determinando a captação no mercado, a juros elevados, para executar o Or-

çamento. Segundo Kliass (1994): "As principais conseqüências da adoção de um sistema de financiamento baseado nesse tipo de moeda foram a redução da capacidade de financiamento do Estado (...)"³ (tradução livre dos autores).

Ressalte-se que, embora freqüentemente se vincule o uso *resgate de dívida mobiliária* à fonte *recursos da privatização*, tecnicamente a vinculação faz pouco sentido. O ganho fiscal é o mesmo se o governo utiliza tais recursos para financiar gastos correntes que, de outra forma, seriam financiados pela emissão de novos títulos da dívida mobiliária. A vinculação surge da necessidade de se justificar a aplicação dos recursos, em virtude da publicidade e das críticas que, com freqüência, rondam a privatização.

Tomadas apenas as considerações financeiras mais imediatas, chegar-se-ia, facilmente, à conclusão de que não seria interessante aceitar moedas de privatização, em geral com taxas inferiores às de outros títulos da dívida interna e prazos mais longos. No entanto, a pequena entrada de recursos em moeda corrente é compensada pelo fato de a aceitação de moedas de privatização aumentar a credibilidade do governo, permitindo que se possa recorrer à renegociação de dívidas com mais facilidade. As condições obtidas pelo Tesouro Nacional na negociação de tais dívidas decorrem, em grande medida, da promessa de utilização no processo de privatização dos títulos recebidos em pagamento, o que explica a existência de taxas e prazos tão diferenciados. Embora a cláusula que rege a utilização das moedas de privatização no PND refira-se apenas a uma possibilidade, a ser definida nos editais de privatização, como a promessa de que o título possa ser utilizado em algum leilão afeta positivamente o seu preço, a sua não-aceitação no PND poderia ser considerada

³ "Les principales conséquences provoquées par l'adoption d'un système de financement basé sur ce type de monnaie ont été la réduction de la capacité financière de l'État (...)"

uma desqualificação do crédito do título pelo seu próprio emissor.⁴

A opção por recebimento exclusivo em moeda corrente tenderia a afetar as condições das próximas negociações, elevando os custos de financiamento das dívidas originais. Assim, a utilização da dívida do governo como instrumento monetário proporciona um abatimento na dívida securitizada, com conseqüente saneamento das finanças do setor público, e um ganho fiscal indireto e difícil de contabilizar, que corresponde à situação alternativa em que seria preciso renegociar todas as dívidas em condições de mercado. A esse respeito Pinheiro e Giambiagi (1992, p. 276) afirmam: “Credibilidade, e não títulos, é o que o governo mais deseja”.

Quanto ao segundo argumento, o Tesouro, ao não se apropriar do deságio, não está propriamente perdendo, mas apenas deixando de aumentar o seu ganho sobre o setor privado. Além disso, sabe-se que o preço mínimo dos ativos negociados no PND é também afetado pela aceitação de pagamento em moeda corrente ou em títulos. Assim, na hipótese de ser aceita apenas moeda corrente em pagamento, o preço mínimo estabelecido provavelmente teria que ser menor. A combinação de pagamento em moeda corrente e títulos públicos proporciona um ganho fiscal no preço praticado no leilão.

Ao considerar o terceiro argumento, deve-se lembrar que as moedas de privatização ou são dívidas vencidas e não pagas, ou títulos que foram adquiridos de maneira compulsória. Assim, não constitui problema o resgate antecipado de tais títulos porque trata-se de dívidas que já deveriam ter sido pagas. Contudo, dado que os credores aceitaram a renegociação das dívidas e o seu conseqüente alongamento, o resgate antecipado, de fato, reduz o perfil da dívida.

⁴ *A idéia de que o impacto fiscal de se aceitarem moedas de privatização não é necessariamente menor pelo fato de sobre estas incidir menor taxa de juros já foi postulada anteriormente por Pinheiro e Landau (1996).*

Tendo em vista a importância do financiamento para a compra de ativos públicos, outra hipótese que costuma ser aventada para gerar demanda pelas empresas é a criação, pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), de uma linha especial de financiamento para aquisição de ações no âmbito do PND. Em vista disso, o BNDES decidiu fornecer uma linha de crédito especial para financiar em até 100% os investimentos das empresas de telecomunicações que estiverem se instalando ou ampliando seus negócios no Brasil, com o objetivo de fomentar a criação de um verdadeiro parque industrial de telecomunicações no país. O crédito, numa primeira etapa, será destinado à compra, instalação e montagem de equipamentos da banda B (telefonia celular privada) e também aos fabricantes de equipamentos e componentes. Os prazos vão ser de até dez anos, com carência de três anos, enquanto, até então, a média era de cinco anos.

Nesse sentido, vários mecanismos — fracionamento de leilões, pulverização de ações que não dão direito a controle acionário, atração de capitais estrangeiros, etc. — têm sido analisados para evitar que a insuficiência de recursos internos provoque queda dos preços das ações, com prejuízo para o Erário Público. Contudo, segundo relatório do Banco Mundial [World Bank, 1989], a concessão de crédito aos compradores de ativos públicos, a juros de 12% mais correção monetária, não resulta em ganhos para o governo porque a correção monetária é sub-avaliada, e, portanto, o empréstimo é concedido a juros subsidiados, e a relação dívida/patrimônio torna-se elevada, o que aumenta os riscos de falência.

O Relatório Reservado (1997) divulgou, em 26/2/97 e 28/2/97, que o governo federal se recusou a aceitar como moeda, na privatização do Grupo CVRD, títulos da dívida externa, embora isso implicasse um aumento de até 100% no preço mínimo da empresa, e que a oferta de uma linha de crédito especial para o vencedor da licitação do arrendamento da Malha Nordeste da Rede Ferroviária Federal teria des-

pertado o interesse do grupo Garantia, antes desinteressado em tal aquisição. Tais fatos corroboram a proposição de que a aceitação de títulos públicos e a oferta de crédito aumentam a demanda por ativos no processo de privatização. Outro estímulo seria a possibilidade de utilização dos fundos de poupança dos trabalhadores (FGTS e PIS/PASEP) para aquisição de ações nos leilões de privatização.

3.2 Dívida Interna ou Dívida Externa?

Uma apreciação preliminar da destinação dos recursos da privatização — financiar investimentos, reduzir dívida interna, recomprar dívida externa ou financiar o Tesouro Nacional — tende a induzir o observador a crer que a análise custo-benefício poderia resumir-se a uma simples equivalência financeira das dívidas mobiliárias interna e externa, bem como das moedas de privatização. Para tanto, bastaria tomar a regra de cálculo e os juros de cupom de cada título, definidos legalmente, estimar a variação de indexadores, no caso de papéis pós-fixados, e calcular as taxas de juros efetivas das dívidas a serem pagas, da liquidação financeira do leilão até o vencimento de cada título. O método permitiria discriminar as moedas em termos de custos, estabelecendo uma *taxa de troca* entre elas, com alguma arbitrariedade no que diz respeito a uma determinação prévia da variação de indexadores como câmbio, IGPM, TR e Selic.⁵

No que se refere aos prazos, a questão é mais complexa, pois envolve uma definição do perfil ideal de maturação, tomadas em conjunto as dívidas mobiliária interna e externa, em confronto com o perfil das receitas esperadas. Em outras palavras, não bastaria apenas optar por prazos mais longos, senão também evitar concentração nos vencimentos.

⁵ *A conveniência de uma ação desse tipo merece ser considerada com mais detalhes, pois, na qualidade de sinalizador de política econômica, o Tesouro Nacional atua diretamente sobre o mecanismo de formação de expectativas dos agentes.*

A utilização dos recursos obtidos para resgate de títulos da dívida externa tem sido questionada por tratar-se de um passivo longo, já reescalonado, cujo custo não é tão alto quanto o da dívida interna. Além disso, para calcular o custo de oportunidade *vis-à-vis* o resgate de dívida interna, seria preciso considerar o deságio que se espera obter, além do perfil ideal de vencimentos para a dívida. Contudo, se o Tesouro Nacional fizesse um amplo anúncio da recompra, para garantir a publicidade do processo, o deságio fatalmente se reduziria e, conseqüentemente, também o ganho relativo estimado no cálculo que fundamentou a decisão.

Paralelamente, deve-se considerar a vantagem da formação de uma base de investidores no longo prazo, com abertura de novos mercados e conseqüente redução do risco Brasil nas novas captações públicas e privadas. Não obstante as desvantagens apresentadas, o aumento da credibilidade do governo, em virtude de estar honrando seus compromissos até mesmo antecipadamente, poderia possibilitar o alongamento do perfil da dívida e a redução dos juros exigidos no longo prazo.

Atendido o mérito técnico da questão, caberia ainda averiguar a legalidade da discriminação entre títulos, visto que a maior parte dos contratos da dívida externa apresenta a cláusula de *Negative Pledge*, a qual determina que, ao pagamento desses títulos, seja dado tratamento pelo menos equivalente àquele dispensado a outras obrigações da dívida externa. Essa dificuldade, aparentemente, poderia ser contornada se as regras do leilão determinassem critérios técnicos para aceitação dos títulos, baseados na conveniência em termos de custo para o Tesouro Nacional, a exemplo do que ocorre em processos licitatórios. Além disso, como alguns contratos prevêm a aceitação dos títulos no PND sujeita a regulamentações específicas, as regras do leilão parecem conter a brecha legal necessária à implementação da proposta.

Com base no que se expôs até aqui, seria conveniente estabelecer, em cada caso específico e de acordo com a atratividade da empresa, o *mix* ideal de moedas e o montante do crédito a ser oferecido aos compradores, considerando aspectos particulares tais como modelo, volume e cronograma, de modo a obter o melhor preço na venda de ações. É claro que a definição antecipada do *mix* desejado confere mais transparência ao processo e evita especulação, ao permitir que os agentes conheçam antecipadamente a estratégia do governo. Contudo, como seria impossível abarcar num modelo geral todos os aspectos particulares relevantes, convém que a definição inicial seja suficientemente flexível para adaptar-se às considerações posteriores de um tratamento caso a caso.

Contudo, conforme será visto ao longo da exposição, a solução para esse problema não é tão trivial. Uma análise mais acurada permite perceber que a complexidade de impactos fiscais e monetários transcende, em muito, a comparação dos níveis de taxas de juros relativos a cada segmento da dívida. Inicialmente, há que se considerar os impactos monetários das várias opções, no interesse da sustentabilidade do plano de estabilização. Nesse sentido, a decisão de abater dívida interna ou externa deve levar em conta a necessidade de manutenção do volume de reservas internacionais em patamar administrável.

Por outro lado, supor que a análise dos efeitos monetários da entrada de recursos externos com a privatização é atribuição apenas da autoridade monetária seria incorrer em grave equívoco. As ações da autoridade monetária afetam, de resto, direta ou indiretamente, o Tesouro Nacional; todas possuem um custo e um impacto fiscal.

Na hipótese de utilização dos recursos obtidos com a privatização no resgate da dívida interna do Tesouro, o impacto de ações compensatórias por parte do Banco Central deve ser considerado. Supondo estáveis a demanda por moeda e a taxa de juros, a redução observada na DPMFI do Tesouro Na-

cional em poder do público deverá ser contraposta pela elevação da DPMFI do Banco Central, emitida com fins de política monetária. Cabe ressaltar que os títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional aqui citados referem-se, exclusivamente, àqueles que se encontram em poder do mercado, pois os títulos da carteira do Banco Central estão esterilizados para efeito de política monetária.

Se considerarmos que o custo do endividamento interno que cabe ao Tesouro refere-se à DPMFI total em poder do público, composta pelos títulos de emissão do Tesouro Nacional e do Banco Central, uma contraposição como a que acaba de ser descrita poderia manter o custo do endividamento interno inalterado. Ao final do processo, a tentativa de reduzir o nível de endividamento interno é neutralizada, e o custo final corresponde à taxa de juros interna, deduzida do valor auferido pela remuneração das reservas.

Assim, no interesse de promover o ajustamento fiscal, há que se considerar os impactos da política monetária, pois o endividamento interno depende não só do resultado fiscal, mas também das operações de política monetária que trocam ativos mais líquidos por títulos públicos federais.

3.3 Proveniência dos Recursos: Interna ou Externa?

Diante do que acaba de ser descrito, a questão deixa de ser abater dívida interna ou externa, pois isso se resolve tornando comparáveis os preços dos vários títulos, e passa a ser se a proveniência dos recursos é interna ou externa. Se é externa, há que se buscar um mecanismo pelo qual se possa evitar o impacto monetário da expansão das reservas internacionais.

Uma das hipóteses já cogitadas refere-se à abertura de conta em dólar do Tesouro Nacional no exterior, o que possibilitaria a entrada paulatina das divisas e melhor programação monetária. Outra possibilidade diz respeito à constituição de um fundo vinculado à referida conta e destinado ao financiamento de exportações ou à administração da dívida externa.

A dificuldade maior, nesse caso, consiste em garantir que tais recursos não seriam utilizados para elevar gastos fiscais, considerando-se as pressões que surgem quando não há vinculação explícita entre usos e fontes. Nesse sentido, tendo em vista não existirem garantias de que o fundo só seria utilizado para administrar a dívida externa, e lembrando ainda a longa história de inadimplência relacionada a fundos, entende-se que essa opção não seria recomendável.

Se a proveniência dos recursos é interna, a troca deve ser realizada de modo a evitar o vazamento monetário da retirada dos títulos do Tesouro, posteriormente contraposta por colocação de títulos do Banco Central. Esse vazamento monetário, entretanto, só existe porque a troca não é simultânea e intervém expansão monetária. Se a moeda não servir para intermediar a troca de ações por títulos, a situação pode ser diferente. Uma operação, realizada em conjunto com o Banco Central, poderia prever a compra pelo Banco Central, com o menor alarde possível, de títulos do Tesouro em poder do público. Simultaneamente, os recursos da venda das ações seriam entregues ao Banco Central. O problema, nesse caso, consistiria em: i) realizar as duas operações sem lapso temporal para que não haja impacto monetário; ii) realizar a operação sem alarde, pois, caso contrário, ou o governo perde no desconto dos títulos ou no preço das ações que tende a reduzir-se — a reação dos agentes tende a ser, inclusive, antecipada; e iii) definir a unidade de medida, visto tratar-se de um escambo.

Uma segunda possibilidade diz respeito à troca direta de ações por títulos, o que resumiria a questão à determinação dos preços dos títulos. A venda de ações no leilão de privatização poderia ser feita numa base voluntária, aceitando-se todo o pagamento em títulos, das dívidas interna, externa e moedas de privatização, nos seguintes termos:

"Oferto **W** ações da empresa Tal e aceito como moeda os títulos **X**, **Y** e **Z**, de emissão do Tesouro Nacional, desde que satisfeitas as seguintes restrições:

(a) $P_a \geq P_m$,

isto é, o preço **P_a** ofertado pela ação somente poderá ser aceito se for igual ou superior a um preço mínimo **P_m** determinado no edital de privatização.

(b) $P_a \times Q_a \geq P_t \times Q_t$,

a receita obtida com a venda de ações, determinada pela multiplicação do preço **P_a** da ação por sua quantidade **Q_a**, deve ser maior ou igual à receita obtida com a venda dos títulos, correspondente à multiplicação do preço **P_t** do título por sua quantidade **Q_t**. O preço **P_t** de cada título fica fixado pelo desconto, da data da liquidação financeira do leilão até a data de resgate prevista na sua emissão, do valor de face, monetariamente corrigido nos termos do Decreto nº 1 139, de 11/5/94, e pelos juros de *coupon*, quando houver, que incidem sobre o valor de face corrigido monetariamente, e são determinados segundo o regime de capitalização composta, de acordo com a Portaria do Tesouro Nacional nº 506, de 15/12/94, que dispõe sobre o pagamento de juros de *coupon* das NTN, inclusive para resgates antecipados *pro rata die*.

As propostas serão ordenadas segundo o critério de melhor preço, ou seja, em ordem decrescente da diferença ($P_a Q_a - P_t Q_t$), até o ponto em que a soma das quantidades das ações com proposta de compra aceita seja igual à quantidade de ações ofertadas."

Para melhor entendimento da proposta, exemplificaremos com a simulação de um leilão, em que serão adotadas as seguintes hipóteses:

- a) oferta de 11 ações da empresa Tal;
- b) preço mínimo **P_m**, fixado em 3 (ver tabela 3);
- c) houve propostas de compra utilizando como moeda um dado título **X**, cujo preço **P_t** foi fixado em 5 (ver tabela 3).

Entre as vantagens desse esquema, além de evitar impacto monetário, poder-se-ia citar o aspecto da legalidade e publicidade do leilão, evitando vazamento de informações e movimentos especulativos, que quase sempre cercam as recompras. Ademais, na utilização de recursos em moeda corrente para redução da colocação líquida de dívida, há que se ater à vinculação explícita entre usos e fontes para que os recursos em moeda corrente não tenham como destino o financiamento a outras despesas, o que, em face da necessidade de ajuste fiscal, não seria desejável. Na troca direta de ações por títulos, esse procedimento seria dispensável.

TABELA 3

Simulação

Proposta nº	Pa	Qa	Pm	Pt	Qt	PaQa - PtQt	Aceitação/Rejeição
1	2	5	3	5	2	0	Rejeitada, Pa < Pm
2	3	4	3	5	3	-3	Rejeitada, PaQa < PtQt
3	3	5	3	5	2	5	Aceita
4	3	6	3	5	3	3	Aceita
5	4	3	3	5	2	2	Corte
Total Q		11				Lucro = 8	-

A dificuldade consiste, como já foi citado, em pré-fixar a variação dos indexadores para calcular os preços dos títulos, os quais deverão ser previamente divulgados. Há, ainda, que contemplar a estrutura da demanda por títulos da dívida interna, pois, em vários casos, a motivação é o *hedge* em operações casadas, o que pode desestimular muitos detentores de títulos a comprar ações ou mesmo a negociar os papéis se a taxa pré-fixada não for atraente.

A pauta de propostas de Nunes e Nunes (1996) pode ser assim sintetizada:

1) Definição prévia das linhas gerais para aceitação de moedas no âmbito do PND, por grupos de empresas, destinando a cada edital específico o percentual de participação de moedas de privatização. Além de conferir mais transparência ao processo e evitar especulação, ao permitir que os agentes conheçam antecipadamente a estratégia do governo, a medida facilitaria as negociações de dívidas da União junto a terceiros, assumidas por força de lei.

2) Definição do perfil ideal de maturação, tomadas em conjunto as dívidas mobiliária interna e externa, em confronto com o perfil das receitas esperadas. A medida evitaria que se optasse apenas por prazos mais longos, impedindo também concentração nos vencimentos.

3) Troca direta de ações por títulos (dívida interna, dívida externa, moedas de privatização, etc.) no caso dos recursos terem proveniência interna. Empresas que apresentassem resultados operacionais expressivos poderiam ir a leilão sem que fossem aceitos títulos de longo prazo, que têm juros menores. Entretanto, empresas com elevados passivos poderiam ser leiloadas com a aceitação dos títulos de longo prazo. Além de evitar impacto monetário, a publicidade do processo permitiria que se evitassem movimentos especulativos, que quase sempre cercam as recompras.

4) Se a proveniência dos recursos é externa, há pelo menos duas possibilidades não excludentes para evitar o impacto monetário da expansão das reservas internacionais:

a. entrada paulatina das divisas, o que permitiria uma melhor programação monetária; e

b. abertura de conta em dólar do Tesouro Nacional no exterior para administrar a dívida externa e eventualmente fazer recompras.

5) Incluir na pauta de renegociação das dívidas de estados e municípios junto ao governo federal a possibilidade de recompra de títulos da dívida externa e interna no mercado se-

cundário por estados e municípios, utilizando os recursos da privatização das empresas estaduais e municipais, com divisão do deságio em partes iguais.

PRIVATIZAÇÃO E
AJUSTE FISCAL: A
EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA

4 Outros Impactos Macroeconômicos da Privatização

4.1 Retomada de Investimentos

Com a privatização, o governo cede à iniciativa privada um plano de investimentos que não poderia efetivar, embora fosse socialmente responsável por ele. Além disso, por permitir que sejam liberados recursos públicos para áreas prioritárias, a privatização tornou-se a saída para crescer. Como exemplo dessa situação, podemos descrever a evolução do nível de investimentos da CVRD, o qual havia sido bem inferior aos níveis propostos nos últimos sete anos, pois os cortes do Orçamento impediam que a empresa explorasse ao máximo o seu potencial — o que a médio prazo tenderia a reduzir sua competitividade internacional, caso a empresa não fosse privatizada.

Os fatos mostram que em várias empresas privatizadas ocorreram retomada de investimentos e aumento da produção e das exportações. De acordo com Pinheiro (1996), 90,54% das empresas alienadas na década de 90 aumentaram a produção em cerca de 97%, no ano da privatização, e em 116%, no período seguinte. O nível de investimentos também aumentou após a privatização. Para o total da amostra, a mediana aumentou de um nível de 55%, no ano da venda, para mais de 110%, nos anos seguintes.

Trata-se, portanto, de um impacto importante da privatização. De fato, permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada é fundamental para contribuir para a modernização do parque industrial do país, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia. Nesse sentido, as empresas privatizadas têm

cumprido o seu papel de estimular o investimento privado em setores considerados estratégicos para a formação de um parque industrial diversificado.

O investimento em tecnologia na USIMINAS após a privatização foi maciço, com importantes reflexos para a indústria de base nacional. No final de outubro, para aumentar a capacidade de seu parque industrial, a USIMINAS assinou contrato com um consórcio internacional de cinco empresas de bens de capital, no valor de US\$ 142 milhões, envolvendo a instalação de um laminador contínuo a frio para produção de chapas especiais para utilização em automóveis e construção civil. Esse tipo de laminador será fabricado pela primeira vez no nosso país, e seu índice de nacionalização será de 60%.

A privatização também pode ter efeitos indiretos sobre o setor público na medida em que sirva como alavanca para o crescimento. A retomada do investimento com a privatização poderá permitir uma redução da relação dívida pública sobre PIB na medida em que incremente a competição e contribua para financiar o investimento [Braga, 1993].

Para assegurar a expansão dos investimentos, os governos da Bolívia e do Peru, com o intuito de expandir o volume de investimentos das empresas privatizadas, destinam 50% da receita com a privatização a investimento na própria empresa alienada. O governo vende 50% das ações a um controlador, e o restante é distribuído ao público por meio dos fundos de pensão. Já na Argentina, a privatização permitiu o aumento do nível de investimentos [Azpiazu e Vispo, 1994]. Segundo esses autores, os investimentos realizados pelas empresas privatizadas ou entregues à concessão representaram 1% do PIB, em 1994, e 0,8%, em 1995, propiciando um volume de investimento médio de cerca de US\$ 2,6 bilhões no período 1994/1995.

4.2 Aumento da Eficiência da Estrutura Industrial

Um argumento muito utilizado para não realizar a privatização de algumas estatais é o de que são agências de desen-

volvimento econômico, social e cultural nas regiões em que atuam e o deixariam de ser se privatizadas. Esse foi o caso da CVRD, que atua em nove estados, seja diretamente ou por intermédio de suas 14 empresas controladas e 26 colegiadas. O estatuto da empresa determinava que 8% do seu lucro fosse aplicado em projetos sociais nos municípios em que atua, o que representava mais de R\$ 20 milhões em mais de 200 projetos de infra-estrutura, como estradas e creches. Além disso, havia um fundo de melhoramento do Vale do Rio Doce, que recebia 4% dos dividendos da empresa e era administrado pelo governo de Minas, tendo-lhe rendido, em 1996, R\$ 5 milhões. Os estados e municípios assim beneficiados temiam que, com a privatização, não pudessem mais contar com esses recursos.

No entanto, embora esse argumento seja utilizado contra a privatização, sabe-se que promover o desenvolvimento social não é função de empresa estatal e, sim, do governo federal e dos estados. A multiplicidade de objetivos da empresa — lucros e políticas de estabilização ou de distribuição de renda — deve ser evitada, pois reduz a sua eficiência.

Nesse sentido, uma das principais contribuições que o PND pode dar à política industrial brasileira é melhorar o desempenho das empresas privatizadas, permitindo o aumento da competitividade média da indústria nacional, em decorrência da: i) possibilidade de racionalizar e desburocratizar a estrutura administrativa, agilizando a gestão das empresas e reduzindo os custos indiretos; ii) obtenção de ganhos de eficiência e redução de custos diretos da produção, fruto da eliminação do excesso de funcionários; iii) independência estratégica, que permitirá às ex-estatais aumentarem seus lucros, aproveitando oportunidades em negócios afins à sua atividade principal; iv) abertura de alternativas de financiamento para seus investimentos, por intermédio de seus acionistas privados, o que permite contornar a exaustão dos recursos orçamentários públicos disponíveis para inversão nas estatais; e v) delimitação dos objetivos e resolução de problemas de agência.

Cabe observar que, embora seja desejável obter a maior renda possível da privatização para abater dívida pública, também é objetivo do PND contribuir para a modernização do parque industrial nacional. O governo da Alemanha, por exemplo, incorreu em déficit fiscal em torno de 1% do PIB, no período de 1991-92, para realizar ajustes prévios, mas, em compensação, impôs aos novos investidores a realização de investimentos

[Schwartz e Lopes,1993].

Simonsen (1995, p.13) é contundente ao reconhecer o aumento da eficiência com a privatização: “Os sucessos da privatização na siderurgia são provas contundentes de como a iniciativa particular administra muito melhor do que o governo na produção de bens privados, mesmo quando considerados estratégicos. Desde então, essas empresas passaram a lucrar mais e aumentar seus investimentos. Estão satisfeitos os acionistas, os empregados e os compradores de produtos siderúrgicos. O governo livrou-se do pesado ônus que era a dívida da antiga SIDERBRÁS. Só estão frustrados os políticos que miravam essas empresas como cabides de empregos”.

Costa (1994) também analisa a evolução das estatais privatizadas na década de 80 e, embora não considere os resultados estatisticamente significativos, conclui ter havido melhoria do desempenho no setor privado. Pinheiro (1996, p.25) chega à mesma conclusão em estudo sobre a eficiência das empresas privatizadas: “os resultados obtidos confirmam que com a privatização ocorre uma melhoria bastante significativa, em termos estatísticos e econômicos, do desempenho das empresas(...)”

De modo geral, constata-se que, após a privatização, as empresas se tornaram mais eficientes e lucrativas, e o aumento de lucro foi maior nas empresas em que houve mudança de propriedade estatal para privada, o que é consistente com a idéia de que a propriedade privada aumenta os incentivos para os trabalhadores e administradores.

De acordo com o MPO [Brasil. MPO, 1997], com a privatização, a rede ferroviária passou a apresentar redução no tempo de viagens, aumento da tonelage de carga transportada e redução no número de acidentes. Além disso, o arrendamento do porto do Rio de Janeiro teria permitido redução de tarifas para diferentes produtos na seguinte proporção:

TABELA 4

(Em porcentagem da tarifa)	
Terminal	Redução de Custo
Cimento	50
Siderúrgico	27
Papel	20
Carvão	62
Contêineres	40
Açúcar	30

Fonte: Brasil. MPO (1997).

Os resultados da USIMINAS corroboram os argumentos teóricos apresentados. Embora já fosse considerada uma estatal bem administrada, a empresa necessitava de aporte de capital para crescimento e estava onerada por dívidas. Após a privatização, sua *performance* melhorou. A USIMINAS, que já era rentável em 1991, aumentou em 457% o seu lucro líquido e elevou em 160% o valor dos dividendos distribuídos a seus acionistas em quatro anos.⁶

Além disso, o princípio de que o impacto da privatização é maior quando combinado com a abertura da economia também parece aplicar-se ao caso brasileiro. As empresas privatizadas na década de 90 foram expostas a maior competição externa e são mais lucrativas. No caso brasileiro, observa-se

⁶ Ambos calculados em dólar pela cotação dessa moeda ao final de cada exercício.

que a simples ameaça de privatização já produz efeitos em termos de aumento de eficiência das empresas. Nos últimos anos, as empresas estatais produtivas tornaram-se mais lucrativas e passaram a pagar mais dividendos ao governo. Outro problema que a privatização contribuiria para solucionar refere-se ao fato de que, nas empresas públicas mais deficitárias, as metas de redução de pessoal acabam determinando a saída dos melhores funcionários e a permanência dos menos competitivos. A desestatização coloca fim às contratações políticas e com fins eleitoreiros e à manutenção de pessoal para atender a questões sociais, freqüente nas empresas públicas. Assim, as críticas à privatização podem também ocultar, de um lado, o medo de perder o privilégio de nomear, sem limites, parentes e amigos para cargos da empresa, e, de outro, os interesses corporativistas de funcionários que não desejam perder privilégios.

Embora seja notória a mudança da política de emprego da empresa privatizada, o argumento de que a privatização seria responsável por desemprego em massa também parece ser um mito. Na Espanha, o governo impôs aos compradores o compromisso de manter o nível de emprego e a realização de investimentos em tecnologia. No Brasil, a USIMINAS reduziu a sua folha de pessoal (antes da privatização tinha 12 400 funcionários, e hoje tem 9 200) não preenchendo as vagas dos que se aposentam. A hipótese de demissão em massa foi excluída porque era preciso ganhar o apoio dos funcionários transformados em investidores. Além disso, a participação dos empregados na privatização da empresa aumentou o seu comprometimento com a lucratividade e reduziu resistências.

5 Conclusão

O modelo utilizado para estimar a contribuição da privatização brasileira para o ajuste fiscal indicou um ganho fiscal de 9,53% do PIB, originado pelo menor pagamento de juros sobre a dívida pública, seja pelo abatimento com os recursos em moeda corrente, seja pela aceitação das moedas de pri-

vatização, pelo aumento de receita tributária utilizada no abatimento de dívida, pela transferência da responsabilidade pelos investimentos públicos, subtraído dos dividendos que o governo deixa de receber com a privatização.

Os resultados obtidos pelo programa até o presente momento, contudo, não nos permitem afirmar que o ajuste fiscal possa ser obtido exclusivamente por essa via. Para Werneck (1989, p.321), não se deve esperar muito da privatização: “Pode-se defender o programa de privatização de várias formas. O que não se pode é vê-lo como uma alternativa indolor a um efetivo ajuste fiscal.” Esse também parece ser o argumento de Pinheiro e Giambiagi (1992, p. 282): “a privatização não é necessária ou suficiente para atingir todos os objetivos propostos pelo governo”. Assim, se a privatização não for conjugada a outras medidas de austeridade fiscal, a persistência de elevada taxa de juros e os sucessivos déficits públicos podem fazer retornar a dívida abatida ao patamar atual. Contudo, o país tem promovido um bem-sucedido programa de privatização, que tem sido apontado como o maior do mundo em andamento atualmente.

A análise do processo de privatização brasileiro, com o intuito de determinar as condições que permitem maximizar o ganho fiscal para o Tesouro Nacional, indicou que a utilização de moedas de privatização permite que o governo venda empresas que, de outro modo, não seriam vendidas. Paralelamente, a utilização da receita de privatização para abater dívida interna permite que o governo maximize o ganho fiscal no curto prazo, porque esta paga maior taxa de juros. Contudo, a aceitação de títulos da dívida externa poderia levar o Brasil a ser melhor avaliado pelos investidores estrangeiros, proporcionando queda de deságio nos títulos da dívida externa e de *spread* em novas emissões. Além disso, a decisão de abater dívida interna ou externa deve levar em conta, ainda, a necessidade de manutenção do volume de reservas internacionais em patamar administrável.

Com base em tais fatos, propomos estabelecer, em cada caso específico e de acordo com a atratividade da empresa, o *mix* ideal de moedas juntamente com o montante do crédito a ser oferecido aos compradores, considerando aspectos particulares tais como modelo, volume e cronograma, de modo a obter o melhor preço na venda de ações.

Um dos efeitos macroeconômicos que se espera atingir com o PND é a retomada de investimentos das empresas privatizadas, com importantes reflexos para a eficiência da economia, pois o maior promotor de desenvolvimento econômico é o nível de investimentos. Além disso, a privatização contribui para a modernização do parque industrial do país, amplia sua competitividade e reforça a capacidade empresarial nos diversos setores da economia. A desestatização permite que o governo transfira para a iniciativa privada a responsabilidade por investimentos que não teria condições de realizar, o que tende a intensificar avanços tecnológicos e elevar a eficiência sistêmica.

No que diz respeito às contas públicas, além da utilização da receita de privatização para abater uma dívida de elevado custo, o aumento de eficiência das empresas privatizadas induz aumentos de arrecadação. Dada a receita de privatização esperada, conclui-se que poderá conter provisoriamente a dívida pública. Assim, espera-se que o prosseguimento do processo, inclusive com a inclusão de outras empresas, aumente os ganhos fiscais.

Referências Bibliográficas

PRIVATIZAÇÃO E
AJUSTE FISCAL: A
EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA

AZPIAZU, Daniel e VISPO, Adolfo. Algunas enseñanzas de las privatizaciones en Argentina. *Revista de la Cepal*, n.54, dec. 1994.

BRAGA, J. C. Privatização não resolve os dilemas fiscal e financeiro. *Economia em Perspectiva*, São Paulo, n.99, p.1-2, 1993.

BRASIL. MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO. *Resultados da privatização*. 1997. mimeo

BUILTER, W. H. Measurement of the public sector deficit and its implications for policy evaluation and design. *IMF Staff Papers*, 1983.

CAMPOS, R. A farra dos dinossauros ou os gigolôs da viúva. *O Estado de São Paulo*, 5/03/1995. p.2.

COSTA, C. *Uma análise dos impactos da privatização sobre o desempenho das empresas alienadas na década de 80*.— Rio de Janeiro: FEA/UFRJ, 1994. (Texto Discente, 20)

DYER, Geoff. A carga pesada das privatizações brasileiras. *Gazeta Mercantil*, 26/08/1997.

GERCHUNOFF, P. e CÁNOVAS, G. *Las privatizaciones en Argentina: impacto micro e macroeconômicos*.— Santiago: CEPAL, 1994. (Séries Reformas de Política Pública, 21)

GERCHUNOFF, P. *Las privatizaciones en Argentina*.— Washington, D.C.: BIRD, 1992. (Série Documentos de Trabalho, 121)

GIAMBIAGI, F. e PINHEIRO A. C. *Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição*

-
- para o debate sobre a privatização no Brasil. BNDES, 1996.(Texto para Discussão, n.34)
- HACHETTE, D. e LÜDERS, R. *Las privatizaciones en Chile*.— Santiago: Centro Internacional para el Desarrollo Económico, 1992.
- HEMMING R. e MANSOOR A. M. *Privatization and public enterprises*. International Monetary Fund.— Washington, D.C.: 1988. (Occasional Paper, n.56)
- INTERNATIONAL MONETARY FUND — IMF. *Argentina — request for stand - by arrangement*. 1996. (EBS/96/45)
- KLIASS, P. *État et privatisation: aspects du rééquilibrage entre le secteur public et le secteur privé au Brésil*. Université Paris X - Nanterre, 1994. Tese de Doutorado.
- MÁLAGA, Tomás. Privatização e déficit financeiro. *Gazeta Mercantil*, 7/10/1997.
- MANSOOR, A. *The budgetary impact of privatisation*.— Washington, D.C.: 1988. (IMF Occasional Paper, n.59)
- MARCEL, M. *La privatización de empresas públicas en Chile — 1985-88*.— Santiago de Chile: CIEPLAN, 1989. (Nota Técnica, 125)
- MELLO, M. F. Privatização e Ajuste Fiscal no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, IPEA, n.24, p.445-518, 1994.
- NUNES S. P. P. e NUNES R. C. *Finanças públicas para o Tesouro Nacional*. Escola de Administração Fazendária — ESAF, 1996.
- PINHEIRO A. C. e GIAMBIAGI. As empresas estatais e o programa de privatização do governo Collor. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v.22, n.2, 1992.

PINHEIRO, A. C. e LANDAU, E. Privatização e Dívida Pública. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v.26, n.1, p.41-66, abr. 1996.

PRIVATIZAÇÃO E
AJUSTE FISCAL: A
EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA

PINHEIRO, A. C. e SCHNEIDER, B. R. *The fiscal impact of privatization in Latin America*. 1993. Trabalho apresentado na Latin America 2000 Conference, Texas, Austin 4-5.

PINHEIRO, A. C. *No que deu afinal a privatização?* BNDES.1996. (Textos para Discussão, n.40)

RELATÓRIO RESERVADO. 26 e 28/02/1997.

SCHWARTZ, G. e LOPES, P. S. *Privatization, an economic analysis*.— London: MIT Press, 1993.

SIMONSEN, M. H. Porque privatizar é urgente? *Revista Ex-ame*, 10/05/1995.

SMITH, A. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*.— New York, NY: The Modern Library, 1937.

SOARES, R. C. *A importância da privatização para as empresas siderúrgicas, para o setor e para o país — o caso USIMINAS*. 1994. Palestra apresentada em 8 de agosto de 1994, em São Paulo, por ocasião do seminário O Estado Mínimo.

TOURINHO, O. A. F. e VIANA, R. L. L. *Motivação e estruturação do Programa Nacional de Desestatização*.— Rio de Janeiro: IPEA, 1993. (Texto para discussão, n.324)

TOURINHO, O. e VIANA R. L. L. *Avaliação e agenda do Programa Nacional de Desestatização*.— Brasília: IPEA, 1993. (Texto para Discussão, n.322)

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO — TCU. *Programa Nacional de Desestatização — PND*. Relatório de Levantamentos. Processo n.º TC 8335/94-0. 1994.

VICKRES, J. e YARROW, G. *Privatization: an economic analysis*. The MIT Press, 1995.

WALTERS, A. *Liberalização e privatização*. 1992. Documento apresentado no Seminário sobre Política Fiscal, patrocinado pelo Banco Mundial realizado na Escola de Administração Fazendária — ESAF, no período de 10 a 12/06/92.

WERNECK, R. L. F. Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro, IPEA, v.19, n.2, ago. 1989.

WORLD BANK. *Brazil prospects for privatization*. 1989. Report no. 7550-BR.

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

(Originais recebidos em fevereiro de 1998. Revistos em agosto de 1998)

PRIVATIZAÇÃO E
AJUSTE FISCAL: A
EXPERIÊNCIA
BRASILEIRA