

## Privatização: Aspectos Fiscais e outras Considerações\*

Armando Castelar Pinheiro\*\*

Fabio Giambiagi\*\*\*

Embora a privatização só tenha ganho fôlego no Brasil com o Governo Collor, as suas origens remontam a 1981, quando se criou a Comissão Especial de Desestatização. A experiência com o PND — Programa Nacional de Desestatização, das administrações Collor e Itamar, contrasta, porém, com a do período 1981/89 em vários aspectos.<sup>1</sup> Primeiro, inclui um número maior de grandes empresas — nos anos 80, a maior parte das 38 vendas envolveu empresas de pequeno porte, com um total arrecadado pouco superior a US\$ 700 milhões, cerca de metade do valor de venda da Usiminas. Segundo, várias empresas vendidas no âmbito do PND eram estatais desde a sua origem, enquanto na década passada houve fundamentalmente casos de reprivatização. Terceiro, o PND é parte de uma agenda ampla de reformas do papel do Estado na economia que estiveram ausentes na experiência passada. Quarto, a participação do capital estrangeiro na compra de estatais, que era proibida nos anos 80, agora é permitida, apesar de restrita. Quinto, nos últimos três anos tem havido um compromisso político muito mais forte e explícito com a privatização, de parte do Executivo e do Legislativo, que não se observou na etapa anterior do processo.

Apesar de já fazer parte do cotidiano brasileiro há mais de uma década, de envolver grande soma de recursos e de ter se tornado um ingrediente importante do programa econômico deste governo e de seu antecessor, a privatização brasileira continua a despertar relativamente pouco interesse acadêmico. Entre os poucos trabalhos escritos sobre o tema, devem ser mencionados Werneck (1989), Pinheiro e Oliveira Filho (1991a,b,c), Schneider (1988/89 e 1990), Doellinger (1990), Mello (1992 e 1993), Pinheiro e Giambiagi (1992), Baer e Villela (1992), Abreu e Werneck (1993) e Tourinho e Vianna (1993).

\* Os autores agradecem a Regis Bonelli por suas observações a uma versão preliminar deste texto.

\*\* Do IPEA/DIPES e FEA/UFRJ.

\*\*\*Da FEA/UFRJ.

1 A experiência de privatização na década de 80 é analisada em detalhe por Werneck (1989) e Pinheiro e Oliveira Filho (1991a,b).

Nosso objetivo neste artigo) é avançar na avaliação dos impactos do programa de privatização dos anos 90. Pela dificuldade de se fazer uma análise exaustiva, decidiu-se concentrar esforços em uma avaliação parcial e tentativa dos problemas de regulação e dos impactos fiscais do PND, que são analisados nas duas próximas seções. Uma seção final resume as principais conclusões do trabalho.

## 14.1 - A Questão da Eficiência

Um dos motivos pelos quais um governo pode optar pela transferência de uma empresa estatal para o setor privado é a possibilidade de aumentar a eficiência em níveis macro e microeconômico. Em nível macroeconômico, a eficiência pode aumentar como resultado da maior competição, do aumento dos investimentos e da menor interferência do Estado na atividade econômica. O Estado detém hoje uma série de monopólios que, se desmembrados, podem gerar uma estrutura industrial com maior competição. Em nível microeconômico, espera-se que a eficiência aumente sob controle privado devido a:

*Maior clareza de objetivos:* As EE têm uma face privada e outra pública: de um lado elas possuem um objetivo comercial, relacionado à produção e comercialização de um bem ou serviço; de outro, estão os objetivos de política, como o desenvolvimento de setores "para trás" ou "para a frente" da cadeia produtiva, a integração do território nacional, o atendimento a populações carentes, o nível de emprego, o controle da inflação etc. Esta dupla face tem um impacto negativo sobre a eficiência econômica pois: a) os gerentes das EE nem sempre têm clareza dos objetivos do acionista controlador, o setor público, o que dificulta a tomada de decisões e a alocação de recursos, e b) os objetivos sociais são usualmente alcançados com o sacrifício dos objetivos comerciais e da rentabilidade da empresa.

*Menos problemas de agência:* As EE pertencem a toda a sociedade, apesar de o benefício individual de cada cidadão, decorrente de uma boa administração de uma empresa em particular, ser pequeno. Uma consequência importante desta estrutura de propriedade difusa é não ser racional, para nenhum indivíduo despendar esforço na supervisão da direção dessas empresas. Abre-se assim um espaço para que os dirigentes busquem atingir seus objetivos pessoais ou daqueles que os colocaram nessa posição.<sup>3</sup>

---

2 Existe um "problema de agência" quando um "principal" (e.g., o dono de uma empresa) contrata um "agente" (e.g., o presidente de uma empresa) para executar uma tarefa, em uma situação em que o agente detém informação privilegiada (isto é, não disponível para o principal) ou na qual suas ações não podem ser perfeitamente monitoradas pelo principal. A questão central é como o principal deve agir para motivar o agente a fazer o que o principal deseja. Ver Sappington (1991) para uma introdução ao assunto. Tirole (1989, p. 51-55) para um tratamento formal e Shapiro e Willig (1990) para uma aplicação ao caso da privatização.

3 Esta questão é analisada com detalhe por Shapiro e Willig (1990).

( *Maior disciplina de mercado*) (isto é, ausência de *soft budgets* e de barreiras à saída): Uma diferença importante entre uma empresa estatal e outra privada é o grau de acesso aos recursos do Tesouro, que permite à empresa sustentar grandes e sistemáticos prejuízos sem ser obrigada a fechar as portas. De fato, a lei não contempla a possibilidade de uma empresa estatal ir à falência. O conhecimento desta realidade relaxa a pressão sobre gerentes e funcionários por obterem lucro e operarem eficientemente.

Obviamente esta é uma maneira muito estigmatizada de distinguir a realidade. De fato, problemas de agência também são característicos em empresas privadas e podem ser minimizados no setor público por uma supervisão eficiente e atuante, como mostra o exemplo dos países do Leste Asiático. Além disso, as experiências brasileira e internacional mostram que o acesso ao caixa do Tesouro não é privativo das empresas públicas e que o Estado também costuma construir barreiras à saída de empresas privadas ineficientes à custa do erário público, como fica ilustrado no caso crônico da Chrysler americana. Por outro lado, outras variáveis além da propriedade do capital influem na performance da empresa, de forma que é difícil concluir sobre a eficiência relativa de EE e privadas. As estatais da Coréia do Sul e da França, por exemplo, são bastante competitivas em nível internacional. A Argentina espera que a eficiência das suas ex-estatais aumente, apesar de suas companhias telefônica e aérea terem sido vendidas para empresas públicas espanholas.

A evidência para o caso brasileiro também é inconclusiva. Em um estudo com dados para a década de 70, Tyler (1978) não conseguiu identificar diferenças entre a eficiência de empresas de capital público e privado. Trebat (1980, p. 813), em sua análise de 40 grandes estatais, concluiu que "the form of ownership may be irrelevant in determining the performance of companies in capital intensive or manufacturing sectors or in public utilities". Mesquita (1992, p. 33) mostrou que no setor metalurgia, onde se concentram as mais importantes estatais da indústria de transformação, a produtividade conjunta de capital e trabalho não varia de maneira sistemática com a propriedade do capital: as estatais "parecem ser (cerca de 20%) mais produtivas no que concerne ao capital investido, enquanto as empresas privadas parecem ser empregadoras mais eficientes de mão-de-obra". Além disso, as empresas privadas apresentam maior variância na sua eficiência, com algumas situando-se entre as menos e outras entre as mais eficientes.<sup>4</sup>

Alguns fatos estilizados sobre o desempenho relativo de empresas estatais e privadas podem, porém, ser identificados:

---

4 Mesquita (1992) observa ainda que a avaliação das estatais é bastante prejudicada pela baixa produtividade da CST e da Açominas, cujos projetos originais tiveram de ser alterados após grandes investimentos; a segunda pelo seu mal planejamento inicial e a primeira pela desistência da Kobe Steel do Japão de introduzir as plantas de laminação que o projeto original da usina contemplava.

a) as estatais têm um número excessivo de empregados, principalmente em serviços de administração, em parte devido à necessidade de satisfazer exigências peculiares ao setor público. A reestruturação das siderúrgicas estatais em 1990, por exemplo, levou a uma redução de 6% em seu quadro de pessoal — de 1989 ao primeiro semestre de 1992, a força de trabalho conjunta de CSN, Açominas e Cosipa diminuiu de 58.807 para 42.016 trabalhadores, enquanto a produção diária cresceu 5%. Após a privatização, 400 dos 1.500 empregados da Celma, 700 dos 2.300 da Piratini, 2.000 dos 9.300 da CST e 1.700 dos 8.700 da Acesita foram demitidos. Observa-se um padrão análogo no caso de outras estatais privatizadas;

b) no Brasil, as EE apresentaram, historicamente, uma rentabilidade sobre o patrimônio menor que as empresas privadas. Em 1989, por exemplo, a rentabilidade sobre o patrimônio das maiores EE foi de 3,1%, para as empresas privadas nacionais de 11,4% e para as multinacionais de 18,8%. A maior parte das companhias privatizadas nos últimos dois anos conseguiu aumentar sua lucratividade reduzindo sua folha de salários e renegociando contratos com fornecedores, distribuidores e clientes. Contudo, como no mesmo período a economia saiu de uma profunda recessão, fica difícil isolar o efeito da privatização;

c) na média, as estatais trabalham com relações capital/produto mais elevadas que as empresas privadas. É difícil, porém, saber em que medida isto é um reflexo da tecnologia dos setores nos quais atuam, da forma em que são reguladas (taxa de retorno fixa sobre o investimento acumulado), ou de fato de uma ineficiência empresarial;

d) quando se decide pela privatização de uma empresa, e esta começa a ser preparada para a venda, a produtividade e a lucratividade aumentam antes da transferência para o setor privado. As siderúrgicas estatais, por exemplo, apresentaram após a sua inclusão na lista de privatizáveis (mas antes que a venda ocorresse) uma reversão de seus prejuízos históricos: em 1991, a Açominas apresentou um lucro líquido de US\$ 103 milhões e a CSN de US\$ 31 milhões, contra prejuízos no ano anterior de, respectivamente, US\$ 233 milhões e US\$ 120 milhões; a CST apresentou em 1991 lucro líquido de US\$ 30 milhões, enquanto a Cosipa reduziu seu prejuízo de US\$ 193 para US\$ 60 milhões. Isto apesar da queda do preço do aço no mercado externo. Vickers e Yarrow (1991) observam uma evolução semelhante no caso das estatais inglesas;

e) a competição é mais importante para explicar a diferença de eficiência entre empresas estatais e privadas do que a propriedade do capital — em setores competitivos as empresas privadas são em geral (mas não sempre) mais eficientes que as estatais, não parecendo haver diferenças significativas em setores oligopolizados [Vickers e Yarrow (1991)].

Em que medida o aumento da competição tem sido uma preocupação do programa de privatização até aqui? Aparentemente esse não tem sido um

objetivo prioritário. Devido ao risco de uma eventual ausência de compradores, em apenas dois leilões — da Celma e da Petroflex — foram estabelecidas limitações à participação de certos compradores. Em outros, porém, isso não ocorreu, não havendo restrições à compra das EE pelos seus principais concorrentes, clientes ou fornecedores. Para estes agentes, as empresas vendidas têm um valor especial, já que sua aquisição lhes permite aumentar seu poder de mercado e obter rendas adicionais de monopólio.

O Grupo Gerdau, por exemplo, adquiriu todas as siderúrgicas privatizadas desde 1981, com exceção da Cosim e da Usiminas, a saber: a Cimetal, a Usiba, a Cosinor e a Piratini (em disputa acirrada com uma concorrente direta da empresa, a Eletrometal). A compra da Cosinor, extinta cerca de um ano após sua privatização, permitiu à Gerdau consolidar um virtual monopólio no mercado de laminados não-planos nas regiões Norte e Nordeste. A compra da Usiba e da Piratini tornou o grupo o único produtor brasileiro de ferro-esponja. O controle da Mafersa, por sua vez, foi acaloradamente disputado pelo seu principal competidor (Grupo Iochpe) e seu principal cliente (a RFFSA, atuando através do fundo de pensão de seus empregados).<sup>5</sup> A SNBP foi comprada por uma concorrente, a Companhia Interamericana de Navegação e Comércio. O controle da Petroflex foi vendido a um consórcio de quatro empresas, das quais três suas concorrentes. A Odebretch vem se valendo da privatização para consolidar uma posição dominante no setor petroquímico. Fosfértil, Goiásfértil e Ultrafértil foram vendidas ao mesmo grupo de investidores, eles próprios do setor de fertilizantes.

O impacto potencial da privatização sobre a estrutura industrial fica ainda mais claro quando se vai além dos números agregados. Uma análise por tipo de produto mostra que a CSN detém o monopólio na produção de chapas revestidas (chumbadas, zincadas e cromadas) e de folha de flandres, enquanto a Acesita é a única produtora no Brasil de chapas e bobinas de aço inoxidável. Várias das empresas na lista de privatizáveis também detêm monopólios e importantes participações de mercado.

Já que durante os últimos três anos o Brasil passou por uma significativa liberalização das importações, poder-se-ia argumentar que esses são problemas menores e, principalmente, da alçada das autoridades responsáveis pela defesa da livre concorrência, e não da comissão diretora do PND. A nosso ver, todavia, esta é uma percepção equivocada da realidade porque:

a) mesmo após a última rodada de liberalização comercial, as tarifas no Brasil permanecem entre as mais altas da América Latina (atrás apenas do Peru); adicionando os custos de transporte, seguro, despesas portuárias e de desembarço alfandegário etc., a proteção real sobe ainda mais (para manu-

---

<sup>5</sup> Esta questão é discutida com maior detalhe e riqueza de informações empíricas em Mello (1992).

faturados ela dobra, chegando a 40%). Além disso, como as importações respondem por uma parcela reduzida da oferta doméstica, o que se observa é que tipicamente são os preços dos produtos importados que sobem ao nível dos da produção doméstica, e não o contrário;

b) no caso dos petroquímicos de primeira e segunda geração, especialmente os primeiros, os produtos são transportados entre firmas por dutos. Os importados têm um custo de transporte e de estoque muito elevados, em muitos casos inviabilizando a compra fora do pólo petroquímico. Algo similar ocorre com os fertilizantes;

c) o maior poder de mercado aumenta o incentivo das empresas ao *rent-seeking*, buscando aumentar tarifas e/ou estabelecer quotas de importação;<sup>6</sup>

d) as instituições encarregadas da defesa da concorrência são ainda bastante incipientes, não existindo além disso uma doutrina ou quadros humanos para a regulação de monopólios privados. Ao permitir-se que empresas consolidem seu poder de mercado antes que o aparato regulatório esteja estabelecido é arriscar que as agências de regulação sejam cooptadas por quem elas deveriam controlar.

## 14.2 - O Problema Fiscal

### 14.2.1 - Um Modelo de Avaliação do Impacto Fiscal da Privatização

Os programas de privatização são muitas vezes apresentados como um elemento fundamental do ajuste fiscal. O argumento, neste sentido, é duplo. De um lado, a venda de ativos imobilizados gera uma receita de capital que, durante o processo de privatização, pode complementar as receitas correntes e compensar temporariamente o déficit nas contas públicas;<sup>7</sup> (de outro, pode haver um ganho permanente se o processo levar a uma reestruturação de atividades ou de ativos e passivos do setor público, de forma que, uma vez concluída a privatização, o seu déficit caia ou seu superávit aumente. O primeiro tipo de ganho, pelo fato de não ser permanente, não é interpretado como fator de redução do déficit por diversos analistas, entre eles os técnicos do FMI, que em mais de uma oportunidade recusaram-se a considerar a receita

---

6 Ver Abreu e Werneck (1993, p. 30) para uma ilustração real desta situação no caso da Sibra, estatal vendida na década de 80 a um competidor. Outros resultados relevantes são apresentados por Treffer (1993).

7 Na Argentina, por exemplo, a venda de EE tem permitido equilibrar as contas públicas a partir de 1991, enquanto se buscam maneiras de obter um ajuste permanente.

de privatização, ao estabelecer as metas de NFSP — Necessidades de Financiamento do Setor Público — com países que negociavam algum tipo de crédito da instituição. Quanto ao segundo efeito, a sua relevância é variável e depende da situação de cada país e da forma como o processo é conduzido [Mansoor (1988)].

Deixando de lado, por enquanto, o critério contábil do FMI, o impacto total da privatização deve ser considerado como a soma do efeito imediato da venda de ativos no período em que ocorre a privatização (0) e os períodos seguintes ( $t = 1, 2, \dots$ ), conforme

$$\text{NFSP}_0 - \text{NFSP}_0^* = (1 + \beta) [A_0 - A_0^*] [1 - \alpha] \quad (1)$$

$$\text{NFSP}_t - \text{NFSP}_t^* = [S_c^* - S_c] + [I_t - I_t^*] + [J_t - J_t^*] \quad t = 1, 2, 3, \dots \quad (2)$$

onde  $\beta$  reflete o fato de que a empresa pode ser vendida com ágio, se seu valor econômico for maior para um empresário privado do que para o Estado — por exemplo, porque a empresa pode se tornar mais eficiente —,  $\alpha$  é a parcela da receita com a privatização utilizada para abater a dívida ( $0 \leq \alpha \leq 1$ ),  $A$  é o valor dos ativos,  $S_c$  é a poupança corrente das EE,  $I$  o seu investimento agregado e  $J$  a despesa com juros. O asterisco indica o valor da variável em caso de privatização, no mesmo período de tempo ao qual se refere a variável sem asterisco. Admite-se, portanto, que a privatização não afeta o investimento nem a poupança corrente do governo (conceito Contas Nacionais).

A equação (2), por sua vez, pode ser entendida como:<sup>8</sup>

$$\begin{aligned} \text{NFSP}_t - \text{NFSP}_t^* = & [s^* A_{t-1}^* - s A_{t-1}] + [I_t - I_t^*] + \\ & + [i D_{t-1} - i^* D_{t-1}^*] \quad t = 1, 2, 3, \dots \end{aligned} \quad (3)$$

sendo

$$[D_0 - D_0^*] = \alpha (1 + \beta) (1 + \Theta) [A_0 - A_0^*] \quad (4)$$

o total de dívida abatida com as receitas da privatização ( $\Theta$  reflete o deságio sobre a dívida);<sup>9</sup> os demais termos correspondem a:

8 Note-se que, por definição, nas equações (1) a (3), a privatização se faz reduzindo simultaneamente o total de ativos e passivos do setor público, de forma que  $A > A^*$ ,  $D > D^*$  e  $I > I^*$ .

9 Isto é,  $1 + \Theta = 1/(1-d)$ , onde  $d$  é o deságio sobre a dívida.

$$A_t = (1 - z) A_{t-1} + I_t \quad (5)$$

$s$  = taxa de retorno sobre o ativo,  $i$  = taxa de juros média paga sobre a dívida do setor público,  $D$  = dívida do setor público, e  $z$  = a taxa de depreciação dos ativos das estatais.

A equação (1) reflete o ajuste fiscal temporário que pode ser obtido com a privatização. A equação (3) reflete o impacto nos períodos subsequentes à privatização: o primeiro termo do lado direito indica a perda de receita com a venda da empresa, o segundo, a transferência para o setor privado do investimento necessário a manter a sua competitividade, enquanto o terceiro reflete o efeito sobre as despesas com juros do resgate de dívida feito com a receita da privatização.

Para avaliar o saldo líquido do ajuste deve-se somar o impacto da privatização sobre as NFSP em todos os períodos. Como um superávit hoje vale mais do que outro de mesmo valor no futuro (especialmente quando se luta desesperadamente para estabilizar a economia), é necessário usar um fator de desconto ( $\delta$ ). Após alguma álgebra, usando (5) e supondo o investimento constante em todos os períodos, o valor presente ( $VP - VP^*$ ) do ajuste fiscal obtido com a privatização pode ser reescrito como:

$$VP - VP^* = (1 + \beta) [A_0 - A_0^*] (1 - \alpha) + s^* A_0^* / \delta^* + s^* i^* / (\delta^*)^2 - s A_0 / \delta - \\ - s I / (\delta)^2 - I^* / \delta^* + I / \delta - i^* D_0^* / \delta^* + i D_0 / \delta \quad (6)$$

Observe que se  $s^* = \delta^* = i^*$ ,  $s = \delta = i$ , a empresa é vendida sem ágio ( $\beta=0$ ) e a dívida é abatida ao par ( $\Theta=0$ ), é fácil provar que o efeito fiscal permanente da privatização é nulo, independentemente de qual o impacto fiscal de curto prazo e de qual o valor de  $\alpha$ . É essa a razão pela qual o FMI não considera as receitas da privatização para efeitos de controle do déficit.

Assim, para se avaliar se pode haver um impacto fiscal permanente com a privatização, é necessário relaxar algumas das hipóteses. Para fins de análise, suponha que  $\Theta$  e  $\beta > 0$  e que  $\delta/i = \delta^*/i^*$ . Então, o lado direito de (6) pode ser escrito como:

$$VP - VP^* = \{ [(1 + \beta)(1 - \alpha) - 1] + [\alpha(1 + \beta)(1 + \Theta)i/\delta] \} (A_0 - A_0^*) + \\ + A_0^* [ (s^* - z - \delta^*) / (\delta^* + z) - (s - z - \delta) / (\delta + z) ] + \\ + I^* \{ (s^* - z - \delta^*) / [(\delta^* + z)\delta^*] - (s - z - \delta) / [(\delta + z)\delta] \} -$$



$$- [(A_0 - A_0^*) + (I - r)/\delta] (s - z - \delta)/(\delta + z) \quad (7)$$

O primeiro termo do lado direito mede a apropriação do prêmio no preço de venda e do desconto na dívida, este sendo maior conforme mais elevada seja a razão entre a taxa de juros da dívida resgatada e a taxa de preferência intertemporal. O segundo e terceiro termos podem ser interpretados como o ganho a ser obtido com a melhoria das expectativas ( $\delta^* < \delta$ ) e da gerência das estatais que permanecerem com o Estado ( $s^* > s$ ). Observe, contudo, que, se as empresas vendidas são as mais lucrativas e se o impacto sobre as expectativas for pequeno, este ganho se transformará em perda. O último termo reflete as receitas de que se abre mão ao transferir a empresa para o setor privado. Note, porém, que se for muito premente reduzir o déficit público — ou seja, se a taxa de retorno líquida ( $s-z$ ) for menor do que a taxa de preferência intertemporal  $\delta$  — então este termo se torna positivo.

### 14.2.2 - O Impacto Fiscal da Privatização no Caso Brasileiro

As EE têm sido consideradas muitas vezes como uma das principais fontes de desequilíbrio das finanças públicas. O diagnóstico é comum a outros países da América Latina, nos quais elas são responsáveis por uma parte expressiva do déficit global do setor público. No caso brasileiro, entretanto, esse tipo de afirmação merece algumas qualificações.

A Tabela 14.1 mostra as necessidades de financiamento das EE, inclusive aquelas de propriedade de estados e municípios. A principal conclusão de ordem geral que se extrai da análise da tabela é que, no período 1986/91 como um todo, as EE não foram o maior responsável pelo desequilíbrio financeiro do setor público. Note-se que, nesses anos, enquanto que as NFSP foram, em média, de 3,7% do PIB, 60% desse déficit (2,3% do PIB) foram gerados no âmbito dos governos federal, estadual e municipal e da Previdência Social, sendo apenas 1,4% do PIB causado pelas EE. Esse padrão marca uma diferença importante em relação a outros países que nos anos 80 experimentaram sérias crises fiscais. Na Argentina, por exemplo, no período 1986/90, as EE apresentaram um déficit médio de 3,3% do PIB, ou seja, quase 2,5 vezes superior ao das estatais brasileiras no período 1986/91 [Cepal (1988 e 1991)].

Em termos mais específicos, os dados da Tabela 14.1 permitem uma série de observações adicionais. Primeiro, o investimento das EE federais vem caindo sistematicamente desde 1987; o fato é mais preocupante ainda quando se leva em conta que nesse ano, por sua vez, esse montante já fora inferior aos 4,6% do PIB investidos em 1980 e, além disso, que o resultado dos últimos anos, a preços correntes, como aparece na Tabela 14.1, está "inchado" pelo aumento do preço relativo dos bens de investimento na segunda metade dos

TABELA 14.1

## Necessidades de Financiamento das Empresas Estatais

(Em % do PIB)

DISCRIMINAÇÃO	1986	1987	1988	1989	1990	1991
(I) Receitas Totais Sest	15,56	17,95	18,47	14,77	11,18	11,60
- Venda Bens e Serviços	12,60	13,69	12,92	11,19	9,87	10,25
- Transf. Tesouro (subsídios)	0,42	0,67	0,61	0,50	0,02	0,01
- Outras	2,54	3,59	4,94	3,08	1,29	1,34
(II) Despesas Totais Sest	17,44	19,25	17,81	17,24	11,79	12,86
- Pessoal	2,02	2,55	2,69	3,45	2,28	2,21
- Investimentos	2,99	3,45	2,99	2,51	1,60	1,50
- Outras	12,43	13,25	12,13	11,28	7,91	9,15
(III) Resultado Sest (II - I)	1,88	1,30	-0,66	2,47	0,61	1,26
(IV) Ajuste (critério competência/caix.)	0,16	0,82	-1,27	-0,75	0,31	0,34
(V) Nec. Fin. liq. Est. Fed., Excl. Transf. Cap. Tes. (III + IV)	2,04	2,12	-1,93	1,72	0,92	1,60
(VI) Nec. Fin. Empresas Estatais Estad. e Munic.	0,53	1,51	0,98	1,68	0,56	0,47
(VII) Ajuste (critério financ. Bacen)	-0,29	-0,48	3,69	-0,59	-0,67	0,00
(VIII) Total Ajustes (IV+VII)	-0,13	0,34	2,42	-1,34	-0,36	0,34
(IX) NFL - Operacional Excl. Transf. Cap. Tes. (III + VI + VIII)	2,28	3,15	2,74	2,81	0,81	2,07
(X) Transf. cap. Tesouro	0,91	2,27	1,77	0,42	0,19	0,10
(XI) NFL Estatais-Operacional	1,37	0,88	0,97	2,39	0,62	1,97
(XII) NFSP - Total <sup>a</sup>	3,64	5,69	4,79	6,88	-1,33	2,24

Fontes: Min. Economia, Fazenda e Planejamento e Banco Central.

Obs: <sup>a</sup>Inclui o resultado de XI.

(1) Adotou-se o critério de competência em todos os anos.

(2) Os anos de 1986 e 1987 não são comparáveis com os demais em virtude de mudanças metodológicas.

(-) = Superávit.

anos 80 [Pinheiro e Matesco (1989)]. Segundo, as receitas e despesas das empresas da antiga Sest foram muito influenciadas, nos últimos anos, pela evolução de alguns dos seus componentes, que não as variáveis de controle mais visadas: as tarifas, que afetam as receitas operacionais; e a despesa com pessoal e investimentos. De fato, entre 1988 e 1991, as receitas exclusive venda de bens e serviços e subsídios do Tesouro, isto é, a soma dos itens *receita de juros reais, outras receitas operacionais, receitas não-operacionais e outras receitas do orçamento Sest* — todas elas agregadas em outras no item I da Tabela 14.1 caíram de 4,9 para 1,3 % do PIB. Enquanto isso, no mesmo triênio 1989/91, as *despesas com juros reais, outras despesas de custeio e outras despesas de capital* — que, somadas, geram o resultado de outras do item II na mesma Tabela 14.1 — caíram de 12,1 para 9,2% do PIB.

Terceiro, as empresas estaduais e municipais responderam por aproximadamente 70% do déficit das estatais, com necessidades de financiamento de 1% do PIB. Quarto, as transferências do Tesouro, embora tenham constituído um aporte importante de recursos no período 1986/91 como um todo, tiveram a sua importância sensivelmente reduzida recentemente: a soma dos subsídios do Tesouro e das transferências de capital feitas por este às EE, que em média representou 1,3% do PIB em 1986/91 e que em 1987 chegou a atingir 2,9% do PIB, caiu em 1991 para apenas 0,1% do PIB.

Para avaliar o impacto da privatização sobre as NFSP podemos usar a equação (7) e as Tabelas 14.1 a 14.3. Até junho de 1993 foram privatizadas empresas com um preço mínimo acumulado de US\$ 4,7 bilhões, mas esse valor deve alcançar cerca de US\$ 7 bilhões até o fim da atual administração — este último valor será utilizado como estimativa de  $A_0 - A_0^*$ .<sup>10</sup> Exceto pelos cruzeiros recebidos nos leilões da Poliolefinas, CSN e Ultrafertil, todas as receitas da privatização foram utilizadas no resgate da dívida pública, com  $\alpha = 0,98$ . O PND não tem sido especialmente dirigido a empresas muito ou pouco lucrativas, mas quando empresas com prejuízos crônicos são incluídas no programa o Tesouro assume parte de sua dívida, de forma a torná-la mais atrativa para o mercado. Assim, tem-se que  $s^* - z < s - z$ . Por outro lado,  $\delta^* > \delta$ , já que a privatização tem, sem dúvida, um impacto positivo sobre as expectativas. Como, contudo, o PND ainda não atingiu uma dimensão suficiente para afetar significativamente  $s - z$  ou  $\delta$ , parece razoável supor que o segundo e terceiro termos do lado direito de (7) sejam iguais a zero.

Dois casos foram considerados para a troca de dívida por ações: a) dívidas de médio e longo prazos, que pagam juros de 6% a.a. e são cotadas no mercado secundário com um desconto equivalente a  $\Theta = 1,14$ ; e b) dívidas de curto prazo, que pagam juros de 18% a.a. e são negociadas ao valor de face. Três valores são considerados para a taxa de preferência intertemporal  $\delta$ : 10%, que pode ser vista como uma taxa de juros real para um país em desenvolvimento como o Brasil fora de um cenário de crise; 18%, que é igual à taxa de juros real atual das NTN; e 27%, que representaria um cenário de crise (em 1992, por exemplo, a média da taxa de juros real foi de 35%).

Para levar em conta o fato de que a maior lucratividade da empresa em mãos privadas e o deságio da dívida podem estar sendo computados pelos consultores do PND na hora de estimar o preço mínimo da empresa, três casos são considerados. No caso 1, supõe-se que o preço mínimo mede

---

<sup>10</sup> Este total exclui a Light, a Escelsa e a RFFSA, que provavelmente não serão vendidas na presente administração pois: a) estas companhias são monopolistas e produtoras de bens *nontradables* e por isso deve levar mais do que os usuais sete meses para prepará-las para venda; b) o crescente conteúdo político da privatização no Governo Itamar Franco deverá estender ainda mais este período; e c) com as eleições de 1994 em outubro, e a volta do tema privatização à agenda de discussão, o PND deverá ser suspenso na prática ainda no primeiro semestre de 1994.

**TABELA 14.2**  
**Privatizações nos Anos 90 - até Jun. 1993**

ESTATAIS VENDIDAS	MOEDAS USADAS NOS LEILÕES DE ORDINÁRIAS (%)				VALOR DE VENDA (US\$ MILHÕES)			RECEITA TOTAL <sup>d</sup>
	NOVOS CRUZADOS & CRUZEIROS	CPs	DÍVIDAS DOMÉSTICAS	DÍVIDA EXTERNA	PREÇO DE LEILÃO <sup>ab</sup>	PREÇO MÍNIMO <sup>a</sup>	VALOR DESEM-BOLSA-DO <sup>a,c</sup>	
Usiminas	0,0	15,8	83,8	0,4	1.112,4	973,5	503,5	1.491,1
Celma		9,4	90,6		90,7	72,5	41,5	91,1
Mafersa			100,0		48,4	18,5	23,0	48,8
Cosinor		100,0			13,7	12,0	5,5	15,0
SNBP			100,0		12,0	7,8	5,4	12,0
Indag		100,0			6,8	6,8	2,7	6,8
Piratini		63,0	37,0		106,2	42,0	44,7	107,9
Petroflex		67,6	32,4		215,5	178,6	93,0	234,1
Copesul		33,0	66,0	1,0	797,1	617,1	352,5	797,1
Alcalis		9,7	90,3		46,6	46,6	21,2	49,1
GST <sup>a</sup>		19,2	80,8		332,3	332,3	151,2	347,4
Nitriflex		29,0	71,0		26,2	26,2	11,4	26,2
Fosfertil	0,0	15,2	84,8		177,1	139,3	78,5	182,0
Polisul		43,5	36,4	20,1	56,8	56,8	24,9	56,8
PPH		62,5		37,5	40,8	25,1	16,9	59,4
Goiasfertil		1,6	98,4		12,7	12,7	6,3	13,1
Acesita	0,0	13,1	86,5	0,5	450,3	347,7	214,0	465,4
CBE			100,0		10,9	10,9	4,9	10,9
Poliolefinas	30,0		70,0		87,1	87,1	53,6	87,1
CSN	3,8	8,7	87,4	0,1	1.056,6	1.056,6	507,5	1.056,6
Ultrafertil	20,0	n.a.	n.a.	n.a.	199,3	199,3	n.a.	199,3
Total (US\$ Milhões)	106,7	1.047,0 <sup>1</sup>	3.544,4 <sup>1</sup>	42,1 <sup>1</sup>	4.899,5	4.269,4	2.162,1 <sup>1</sup>	5.357,2
(%)	0,0	26,6	72,6	0,8	100,0			
Moedas Usadas por Empregados US\$ 10 <sup>b</sup>	30,9	29,5	17,9		78,3	78,3	47,9	
Moedas Usadas pelo Público US\$ 10 <sup>b</sup>	20,2	171,3	159,3	28,5	379,3	379,3	177,5	
Total Moedas								
Total US\$ 10 <sup>b</sup>	157,8	1.247,8 <sup>1</sup>	3.721,6 <sup>1</sup>	70,6 <sup>1</sup>	5.357,2	4.727,0	2.387,5 <sup>1</sup>	
(%)	2,2	24,2	72,2	1,4	100,0			

Fontes: Mello (1992) e BNDES.

<sup>a</sup> Refere-se somente ao leilão de ações ordinárias, excluindo o de ações preferenciais, bem como a oferta ao público e aos funcionários.

<sup>b</sup> Em US\$ milhões, convertidos na data da liquidação financeira.

<sup>c</sup> O valor desembolsado foi calculado com base na avaliação das dívidas utilizadas na compra das empresas pela sua cotação no mercado secundário, obtida em Mello (1992), com exceção das cotações das dívidas securitizadas, das Letras da CEF, e dos cruzados novos, que foram arbitrados pelos autores.

<sup>d</sup> Inclui o resultado do leilão de preferenciais e das ofertas a preço fixo aos funcionários da Usiminas e da Celma, mas não inclui o resultado das ofertas a preço fixo aos funcionários das outras empresas e da oferta ao público de preferenciais.

<sup>e</sup> Ações preferenciais.

<sup>1</sup> Excluindo Ultrafertil.

TABELA 14.3  
Estatísticas Sumárias para as Maiores Estatais Privatizáveis - 1990<sup>1</sup>

UNIVERSO	VENDAS (RECEITA BRUTA) (US\$ MILHÕES)	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (US\$ MILHÕES)	IMOBILIZADO LÍQUIDO (US\$ MILHÕES)
80 Maiores Estatais	53.582	57.120	63.978
24 Maiores Estatais Estaduais	13.146	11.165	25.178
56 Maiores Estatais Federais (A)	40.436	45.955	38.800
64 Estatais Incluídas no PND	11.804	14.315	19.268
19 Maiores Incluídas no PND (B) <sup>2</sup>	7.831	13.651	17.445
16 Maiores Incluídas no PND Excluindo Light, RFFSA e Escelsa (C) <sup>3</sup>	5.831	7.648	12.022
B/A (%)	19,4	29,7	45,0
C/A (%)	14,4	16,6	31,0

Fontes: Conjuntura Econômica, ago. 1991 (500 maiores FGV) e Mello (1993).

<sup>1</sup> Os valores da tabela foram obtidos após ponderar os resultados de cada empresa pela participação da União no seu patrimônio líquido.

<sup>2</sup> Representam as estatais federais incluídas tanto na lista de privatizáveis quanto na das 500 maiores do país.

<sup>3</sup> Ver nota de rodapé 10.

exatamente quanto a empresa vale para o Estado — nesta hipótese  $s-z$  é igual a 14%, que é a taxa de desconto média utilizada pelos consultores para avaliar as empresas. Neste caso, os investidores privados se mostrariam bastante avessos ao risco, cobrando um prêmio ( $\beta = -0,53$ ) para ficar com a empresa. No caso 2, supõe-se que ao avaliar a empresa os consultores embutem metade do deságio da dívida, de forma que  $s-z$  é de fato igual a 8,9% e  $\beta = -0,27$ . Finalmente, no caso 3, supõe-se que todo o desconto da dívida e metade do valor presente da lucratividade adicional da empresa no setor privado estão embutidos no preço mínimo, obtendo-se  $s-z = 5,8\%$  e  $\beta = 0,28$ .<sup>11</sup>

O impacto da privatização sobre o investimento ( $I-I^*$ ) pode ser avaliado, usando a sétima linha da Tabela 14.1 e a última coluna da Tabela 14.3, como equivalente a 0,47% do PIB. Este valor, porém, subestima a necessidade de investimentos no caso de uma retomada do crescimento [Carneiro e Werneck (1992)]. No período 1980/82 — antes do colapso de 1983 e das quedas posteriores — o investimento do universo das estatais, a preços de 1991, foi de 6,3% do PIB. Como naqueles anos foram feitos investimentos associados ao II Plano Nacional de Desenvolvimento que não será preciso repetir, e admitindo, com certa arbitrariedade, que o investimento requerido por essas

<sup>11</sup> No caso 1,  $\beta = 2502.0/5362.3 - 1 = -0,53$ . No caso 2,  $s-z = 14\%/1,57 = 8,9\%$  e  $\beta = 2502.0/[5362.3/1,57] - 1 = -0,27$ . No caso 3,  $\beta = [5362.3/4732.1]^2 - 1 = 0,28$  e  $s-z = 14\%/(2.14*1.13) = 5,8\%$ .

empresas para que a economia volte a crescer a 5% ao ano fique a meio caminho entre o nível de 1980/82 e o de 1991, seria preciso um aumento do investimento dessas empresas de aproximadamente 2,4% do PIB. Continuando a adotar a hipótese de participação relativa de 31% das empresas privatizáveis nesse total, e sem pretender ser excessivamente precisos, conclui-se que um limite superior para  $[I-I^*]$  seria de 1,2% do PIB.

A Tabela 14.4 apresenta estimativas para o impacto fiscal da privatização segundo diferentes cenários. Como seria de esperar, o benefício fiscal da privatização aumenta conforme se passa do caso um para o dois e deste para o três, já que o Estado faria um melhor negócio (isto é, trocaria menos por mais) no último do que no segundo e neste do que no primeiro. Observa-se, também, que o impacto fiscal mais importante é sempre derivado, em termos de valor presente, da oportunidade que a privatização oferece ao Estado de se desvencilhar da necessidade de investir nas companhias privatizadas — ou seja, o quarto termo da expressão (7) tem sempre um impacto mais positivo do que o primeiro termo; além disso, o benefício fiscal da privatização cresceria caso o país voltasse a crescer. Por fim, a Tabela 14.4 mostra que nas atuais circunstâncias, dadas as hipóteses do modelo, e de um ponto de vista puramente fiscal, é melhor para o governo receber títulos de curto prazo ao invés de títulos de longo prazo (as chamadas moedas da privatização).

Os impactos anuais da privatização sobre as NFSP são apresentados também na Tabela 14.4. A redução máxima do déficit público que seria possível obter é de 1,4% do PIB. Este valor depende, contudo, das hipóteses bastante favoráveis do caso três; só ocorre no ano seguinte à privatização; só seria observado na contingência de uma substancial elevação dos investimentos das estatais (que por sua vez tenderiam a elevar o déficit); implicaria alterar o PND para que as empresas fossem trocadas por dívidas de curto prazo e não pelas chamadas moedas da privatização; e dependeria de uma substancial aceleração do programa, fazendo em um ano o que iria levar mais do que dois. Por tudo isso, é um valor implausível nas atuais circunstâncias. Para o cenário mais conservador do caso dois, com a troca de ações por dívidas de médio e longo prazos, a manutenção dos investimentos aos níveis baixos dos últimos anos, e dado o atual ritmo do PND (com vendas anuais de US\$ 3,5 bilhões), o impacto máximo é de 0,4%. Em suma, a contribuição da privatização para o ajuste fiscal, apesar de positiva, deverá ser apenas marginal.

**TABELA 14.4**  
**Impactos Fiscais da Privatização**  
 (Em % do PIB)

TAXA DE PREFERÊNCIA INTERTEMPORAL	RECEITAS TROCADAS POR DÍVIDA DE LONGO PRAZO		RECEITAS TROCADAS POR DÍVIDA DE CURTO PRAZO	
	[1 - $\tau^*$ ] / PIB		[1 - $\tau^*$ ] / PIB	
	0,47	1,2	0,47	1,2
<b>Caso 1 (<math>s-z = 14,0\%</math> e <math>\beta = -0,53</math>)</b>				
<b>Valor Presente dos Impactos Fiscais</b>				
$\delta = 10\%$	-2,7	-4,9	-2,3	-4,5
$\delta = 18\%$	-0,3	0,4	-0,1	0,7
$\delta = 27\%$	0,2	1,3	0,3	1,5
<b>Impactos Fiscais nos Anos Seguintes à Privatização</b>				
Primeiro	0,3	1,0	0,3	1,0
Segundo	0,2	0,8	0,2	0,9
Terceiro	0,1	0,6	0,2	0,7
Quarto	0,1	0,4	0,1	0,5
<b>Caso 2 (<math>s-z = 8,9\%</math> e <math>\beta = -0,27</math>)</b>				
<b>Valor Presente dos Impactos Fiscais</b>				
$\delta = 10\%$	0,4	1,0	1,1	1,7
$\delta = 18\%$	1,1	2,8	1,4	3,2
$\delta = 27\%$	1,0	2,6	1,2	2,8
<b>Impactos Fiscais nos Anos Seguintes à Privatização</b>				
Primeiro	0,4	1,2	0,5	1,2
Segundo	0,4	1,0	0,4	1,1
Terceiro	0,3	0,9	0,4	0,9
Quarto	0,3	0,8	0,3	0,8
<b>Caso 3 (<math>s-z = 5,8\%</math> e <math>\beta = 0,28</math>)</b>				
<b>Valor Presente dos Impactos Fiscais</b>				
$\delta = 10\%$	3,2	5,6	4,3	6,7
$\delta = 18\%$	2,4	4,8	3,0	5,4
$\delta = 27\%$	1,8	3,7	2,2	4,1
<b>Impactos Fiscais nos Anos Seguintes à Privatização</b>				
Primeiro	0,6	1,3	0,7	1,4
Segundo	0,6	1,2	0,7	1,3
Terceiro	0,5	1,1	0,6	1,2
Quarto	0,5	1,0	0,6	1,1

*Obs.: O impacto fiscal no ano 0 é sempre igual a 0,04% do PIB.  
 Ver texto para descrição das variáveis.*

### 14.3 - Conclusão

O tema da privatização é carregado de conotações ideológicas e de assertivas baseadas em suposições de difícil generalização, e portanto sujeitas a exemplos e contra-exemplos. Assim sendo, só é possível concluir sobre sua atratividade considerando o caso de cada país, setor e empresa isoladamente. Este trabalho procurou contribuir para a melhor compreensão da questão da privatização no Brasil, analisando a importância desse instrumento para a redução do déficit público e do aumento da eficiência da economia brasileira.

Do ponto de vista fiscal, o maior benefício da privatização resulta da oportunidade que a privatização oferece ao Estado de se desvencilhar da necessidade de investir nas companhias privatizadas. Os resultados do trabalho mostram, também, que, nas atuais circunstâncias e de uma perspectiva puramente fiscal, é sempre melhor usar as receitas da privatização para resgatar dívidas de curto prazo do que trocá-las por débitos de médio e longo prazos (as chamadas moedas da privatização). A redução máxima anual do déficit público que seria possível obter com a privatização é menos de 1,5%. Este valor depende, contudo, das hipóteses bastante desfavoráveis quanto ao valor da empresa para o Estado; só ocorre no ano seguinte à privatização, caindo bastante a seguir; só seria observado na contingência de uma substancial elevação dos investimentos das estatais (que por sua vez tenderiam a elevar o déficit); implicaria alterar o PND para que as empresas fossem trocadas por dívidas de curto prazo e não pelas chamadas moedas da privatização; e dependeria de uma substancial aceleração do programa, fazendo em um ano o que iria levar mais do que dois. Em um cenário menos otimista do ponto de vista fiscal, contudo mais plausível, o impacto máximo, que também ocorre no ano seguinte à venda, é de 0,4%. Neste caso, porém, já no terceiro ano após a venda a privatização tem um impacto negativo sobre as contas públicas. Em suma, a contribuição da privatização para o ajuste fiscal, apesar de positiva, deverá ser de pequena magnitude.

Além da menor pressão sobre as contas públicas, a privatização tem outros dois benefícios fundamentais, embora não tangíveis ou mensuráveis: a melhoria das expectativas, pela redução da fragilidade financeira do setor público associada às dívidas que até agora não se sabia se seriam ou não pagas, incerteza que desaparece; e a possibilidade de atrair capital estrangeiro, seja como investimento direto ou como empréstimos, pelo fato de o país estar realizando aquilo que o capital estrangeiro sempre defendeu: a retirada do Estado da economia.

A experiência mostra que os ganhos de eficiência alcançados com a privatização vêm de duas fontes: a) da reorientação da empresa para fins comerciais e da melhor supervisão sobre o desempenho da gerência, que usualmente ocorrem antes da venda em si da empresa; e b) do aumento da pressão competitiva, que a empresa passa a sentir quando sai da tutela do Estado. No Brasil — como na maior parte dos países, com exceção daqueles



pertencentes ao Leste Europeu —, o primeiro) desses dois fatores deverá ser o mais importante. A maior parte das estatais constitui monopólios naturais ou se situa em setores muito concentrados. A transferência de monopólios para o setor privado não altera o fato de que não há competição. Mesmo para os setores oligopolizados a privatização em si não é uma garantia de que o poder de mercado das empresas será reduzido. Os setores automobilístico e cimento, totalmente privados, exemplificam o ponto em questão, mesmo após a abertura da economia às importações.

Neste sentido, o programa de privatização foi bastante prejudicado pelo insucesso do Plano Collor I, não se materializando a demanda por ações das EE com que contava o governo. A necessidade de seguir em frente com o programa em uma situação muito mais adversa do que se contava inicialmente tem tido um impacto desfavorável sobre o preço conseguido na venda das empresas. Além disso, para viabilizar o processo o governo acabou vendendo algumas das empresas para seus concorrentes, clientes ou fornecedores, permitindo a grupos privados aumentar seu poder de mercado e criando um potencial de conflito no futuro. Ao se permitir a concentração industrial, deixa-se de estimular a competição e por conseguinte reduz-se o incentivo ao ganho de eficiência.

Por fim, o capítulo sugere algumas linhas por onde o programa de desestatização pode ser aperfeiçoado. (Primeiro,) ele não deve ser confundido com um ataque ao Estado e à sua intervenção na economia: no novo modelo muda a forma de intervenção estatal, mas ela continuará sendo necessária. Segundo, o governo poderia contemplar a reestruturação de algumas das EE não incluídas no PND, na medida em que a privatização também passa por reduzir a importância de objetivos não-comerciais, dando maior ênfase à eficiência e à lucratividade das empresas. (Terceiro,) maior ênfase deve ser dada à chamada "privatização na margem", com o fim do monopólio estatal em áreas como comunicações, portos, estradas etc.; esta política pode ter um impacto maior sobre o investimento agregado do que a alienação de estatais. (Quarto,) o governo deve dar passos mais significativos no desenho de um arcabouço regulatório e de uma política de competição, não apenas para lidar com os oligopólios privados que já existem hoje, mas também com aqueles que podem surgir. (Quinto,) o governo federal deve envidar esforços para que estados e municípios também iniciem seus próprios programas de desestatização.

## Bibliografia

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

- BAER, W. e VILLELA, A. V. *Privatization and the changing role of the state in Brazil*. XVII International Congress of the Latin American Studies Association, Los Angeles, 24 a 27, Sep. 1992.
- CARNEIRO, D. D. e WERNECK, R. L. F. *Public and private investment: requirements for growth resumption in the brazilian economy*. Rio de Janeiro: PUC, jun. 1992 (Texto para Discussão, 283).
- CEPAL. *Nota sobre la evolución de la economía argentina*. Buenos Aires, 1988 e 1991.
- DOELLINGER, C. von. *Privatização: um roteiro institucional*. IPEA, set. 1990, mimeo.
- GALAL, A. et alii. *Welfare consequences of selling public enterprises: case studies from Chile, Malaysia, Mexico and the U. K.* Washington, D.C.: IBRD, June 1992.
- MANSOOR, A. *The budgetary impact of privatization*. Washington, D.C.: IMF, June 1988 (IMF Occasional Paper, 59).
- MELLO, M. F. *A privatização no Brasil: análise dos seus fundamentos e experiências internacionais*. USP, 1992 (Tese de Doutorado).
- . *Privatização e ajuste fiscal no Brasil*. Rio de Janeiro: PUC, 1993, mimeo.
- MESQUITA, M. *Desempenho recente e perspectivas das exportações siderúrgicas brasileiras*. IPEA/DIPES, 1992, mimeo.
- PINHEIRO, A. C. e GIAMBIAGI, F. As empresas estatais e o programa de privatização do Governo Collor. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 22, n. 2, p. 241-288, 1992.
- PINHEIRO, A. C. e MATESCO, V. R. Relação capital/produto incremental: estimativas para o período 1948/87. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 19, n. 3, p. 597-612, 1989.
- PINHEIRO, A. C. e OLIVEIRA FILHO, L. C. *Brazilian privatization: a decade of experience*. São Paulo: Cebrap, jun. 1991a (Texto para Discussão, 7).
- . *Privatização no Brasil: passado, planos e perspectivas*. Rio de Janeiro: IPEA, ago. 1991b (Texto para Discussão, 230).
- . O programa brasileiro de privatização: notas e conjecturas. *Perspectivas da Economia Brasileira - 1992*. Brasília: IPEA, 1991c.
- SAPPINGTON, D. E. M. Incentives in principal-agent relationships. *Journal of Economic Perspectives*, v. 3, n. 2, p. 45-66, 1991.

- SCHNEIDER, B. R. Partly for sale: privatization and state strength in Brazil and Mexico. *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, v. 30, p. 89-116, Winter 1988/89.
- . *Privatization in the Collor government: triumph of liberalism or collapse of the development state?* São Paulo: IESP/Fundap, 1990 (Texto para Discussão).
- SHAPIRO, C. e WILLIG, R. D. *Economic rationales for the scope of privatization*. Princeton University, 1990 (Olin Discussion Paper, 21).
- TIOLE, J. *The theory of industrial organization*. The MIT Press, 1989.
- TOURINHO, O. A. F. e VIANNA, R. Avaliação e agenda do Programa Nacional de Desestatização. *Neste livro*.
- TREBAT, T. J. Uma avaliação do desempenho econômico de grandes empresas estatais no Brasil: 1965/75. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 10, n. 3, p. 813-849, 1980.
- . *Brazil's state-owned enterprises: a case study of the state as entrepreneur*. Cambridge: Cambridge University Press, 1983.
- TREFLER, D. Trade liberalization and the theory of endogenous protection: an econometric study of U. S. import policy. *Journal of Political Economy*, v. 101, p. 138-160, 1993.
- TYLER, W. Technical efficiency and ownership characteristics of manufacturing firms in a developing country: a Brazilian case study. *Weltwirtschaftliches Archiv*, v. 114, p. 360-379, 1978.
- VICKERS, J. e YARROW, G. Economic perspectives on privatization. *Journal of Economic Perspectives*, v. 3, p. 111-132, 1991.
- WERNECK, R. Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 19, n. 2, p. 277-308, 1989.

