

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 668

# Privatização, Ajuste Patrimonial e Contas Públicas no Brasil

Bolívar Pêgo Filho  
Edilberto Carlos Pontes Lima  
Francisco Pereira

Brasília, setembro de 1999



TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 668

# Privatização, Ajuste Patrimonial e Contas Públicas no Brasil

Bolívar Pêgo Filho\*  
Edilberto Carlos Pontes Lima\*  
Francisco Pereira\*\*

Brasília, setembro de 1999

---

\* *Da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do IPEA.*

\*\* *Coordenador Geral de Finanças Públicas do IPEA, de 1995 a junho de 1999.*

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO  
Martus Tavares – Ministro  
Guilherme Dias – Secretário Executivo



**Presidente**

*Roberto Borges Martins*

**DIRETORIA**

*Eustáquio J. Reis*

*Gustavo Maia Gomes*

*Hubimaier Cantuária Santiago*

*Luís Fernando Tironi*

*Murilo Lôbo*

*Ricardo Paes de Barros*

O IPEA é uma fundação pública, vinculada do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, cujas finalidades são: auxiliar o ministro na elaboração e no acompanhamento da política econômica e promover atividades de pesquisa econômica aplicada nas áreas fiscal, financeira, externa e de desenvolvimento setorial.

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

Tiragem: 120 exemplares

**COORDENAÇÃO DO EDITORIAL**

**Brasília – DF:**

SBS Q. 1, Bl. J, Ed. BNDES, 10º andar

CEP 70076-900

Fone: (61) 315 5374 – Fax: (61) 315 5314

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

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

**SERVIÇO EDITORIAL**

**Rio de Janeiro – RJ:**

Av. Presidente Antonio Carlos, 51, 14º andar

CEP 20020-010

Fone: (21) 212 1140 – Fax: (21) 220 5533

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

---

## SUMÁRIO

---

SINOPSE

- 1 INTRODUÇÃO **5**
  - 2 SITUAÇÃO FISCAL RECENTE **5**
  - 3 PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL **10**
  - 4 PASSIVOS EXPLICITADOS (*ESQUELETOS*) DO GOVERNO FEDERAL **14**
  - 5 SIMULAÇÕES SOBRE O IMPACTO DA PRIVATIZAÇÃO E DOS *AJUSTES*  
*PATRIMONIAIS* SOBRE AS VARIÁVEIS FISCAIS **24**
  - 6 CONCLUSÃO **28**
- REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS **30**
-

---

## SINOPSE

---

**E**ste artigo analisa o comportamento recente das principais variáveis fiscais, o crescimento da dívida pública brasileira e o papel das receitas de privatização e dos ajustes patrimoniais, conhecidos como *esqueletos*, na evolução das contas públicas brasileiras. A partir de um modelo de identidades contábeis, calcula-se o impacto das receitas de privatização e dos ajustes patrimoniais sobre as necessidades de financiamento e sobre a dívida do setor público entre 1996 e 2000. Conclui-se por resultados fiscais significativamente diferentes na ausência de privatização e do reconhecimento de *esqueletos*.

## 1 INTRODUÇÃO

Desde o início da década de 90, transferiram-se dezenas de empresas estatais para o setor privado, arrecadaram-se bilhões de reais e há ainda um número significativo de empresas a serem vendidas em 1999 e 2000. Apesar desse imenso volume de receitas, a dívida pública líquida tem crescido vertiginosamente desde 1994. Explicam-na os sucessivos déficits públicos e o reconhecimento de dívidas do passado, os chamados *esqueletos*.

Quando os recursos envolvidos nas privatizações tornaram-se mais significativos, a partir de meados dos anos 90, havia expectativa de que fariam a dívida pública estabilizar-se como proporção do PIB até que as reformas constitucionais, então em discussão no Congresso, fossem aprovadas e passassem a surtir efeitos. Ou seja, as receitas de privatização garantiriam a transição entre a situação de dificuldades fiscais de então, até que as medidas estruturais presentes nas reformas administrativa, previdenciária e tributária fossem implementadas.<sup>1</sup> O problema é que o reconhecimento de dívidas do passado mais que superaram as receitas de privatização. Além disso, em decorrência da necessidade de elevação das taxas de juros para defender a política cambial vigente, o pagamento de juros superou em muito as expectativas de queda em meados dos anos 90. Do lado primário, a maior parte dos analistas [Velloso, 1997a] já esperava dificuldades, como de fato ocorreu, em face da rigidez do gasto público, agravada com a redução drástica da inflação; isto é, nesse campo, seriam necessárias as reformas já mencionadas.

O capítulo 2 discute a evolução das contas públicas no Brasil entre 1994 e 1998, e avalia as perspectivas para 1999 e 2000. O capítulo 3 analisa a evolução da privatização no Brasil. O capítulo 4 analisa as dívidas reconhecidas, separadas por tipos principais. O capítulo 5 calcula o impacto das receitas de privatização e dos *esqueletos* sobre a dívida pública e as necessidades de financiamento, simulando o seu comportamento com e sem essas receitas e ajustes patrimoniais.<sup>2</sup> Apresentam-se as conclusões no capítulo 6.

## 2 SITUAÇÃO FISCAL RECENTE

As contas públicas brasileiras passaram por uma fase de deterioração significativa a partir de 1995 (ver tabela 1); de um superávit operacional (resultado primário mais juros reais) de 1,32% do PIB, em 1994 (fluxos dos últimos 12 meses), para um déficit operacional de 7,5% do PIB, em 1998. De 1994 a 1995, tanto o

---

<sup>1</sup> A leitura dos jornais da época mostra claramente essa visão.

<sup>2</sup> Usaremos os termos ajustes patrimoniais e *esqueletos* como sinônimos neste texto.

---

resultado primário, que se reduziu de um superávit de 5,09% do PIB para um superávit de apenas 0,35% do PIB, quanto o pagamento de juros, que saltou de 3,77% para 5,14% do PIB, foram responsáveis pela deterioração das contas públicas. O menor déficit operacional em 1996, *vis-à-vis* 1995, deveu-se à queda de juros reais, para 3,66% do PIB em 1996, enquanto o resultado primário passou a ser deficitário, 0,09% do PIB. Já em 1997, novamente o aumento do déficit primário, que se elevou para 0,98% do PIB, foi o responsável pela deterioração do resultado operacional, visto que o pagamento de juros reais caiu em relação ao ano anterior, e ficou em 3,36% do PIB. Em 1998 e 1999, o resultado primário melhorou, mas o pagamento de juros reais aumentou em uma proporção bem superior.

TABELA 1  
Necessidades de Financiamento do Setor Público  
Fluxos dos Últimos Doze Meses  
1994/1999

(Em porcentagem do PIB)

	Dez./94	Dez./95	Dez./96	Dez./97	Dez./98	Abr./99
Operacional	-1,32	4,79	3,75	4,28	7,50	9,35
Governo federal e BCB	-1,57	1,63	1,62	1,76	5,23	7,70
Estados e municípios	0,56	2,31	1,82	2,24	1,82	1,22
Estatais	-0,31	0,84	0,31	0,28	0,5	0,44
Primário	-5,09	-0,35	0,09	0,98	-0,01	-0,66
Governo federal e BCB	-3,05	-0,57	-0,38	0,26	-0,57	-0,93
Estados e municípios	-0,85	0,17	0,55	0,72	0,21	0,03
Estatais	-0,65	0,05	-0,08	-0,07	0,35	0,24
Juros Reais	3,77	5,14	3,66	3,30	7,51	10,01
Governo federal e BCB	1,48	2,20	2,00	1,49	5,8	8,62
Estados e municípios	1,41	2,14	1,27	1,52	1,61	1,19
Estatais	0,88	0,79	0,39	0,35	0,15	0,20

Fonte: Banco Central do Brasil.

Por esfera de governo (ver tabela 1), nota-se que os estados e municípios foram deficitários todos os anos, a partir de 1995. O governo federal obteve superávit primário em todos os anos, exceto em 1997, entre 1994 e 1998, com patamar mais elevado em 1994, seguido de deterioração até 1997, com recuperação em 1998.

A tabela 1 mostra que, até dezembro de 1997, o principal responsável pelo desequilíbrio das contas públicas foi a deterioração do resultado primário. Já em 1998, houve crescimento significativo da conta de juros reais, que subiram mais

de quatro pontos percentuais do PIB, em razão da elevação das taxas após as crises asiática e russa, em setembro de 1997 e agosto de 1998,<sup>3</sup> respectivamente.

Os resultados primários explicam-se pelos seguintes fatores:

(a) queda drástica da inflação, que enfraqueceu um mecanismo muito utilizado pelos governos em suas três esferas (federal, estadual e municipal), conhecido como *efeito Patinkin*:<sup>4</sup> atrasos de pagamentos não indexados, desvalorizando-os em termos reais, como os salários dos servidores públicos e os fornecedores. É um resultado contrário ao *efeito Tanzi* [Tanzi, 1978], em que a arrecadação tributária seria corroída pela inflação, em razão da defasagem de tempo entre o fato gerador do tributo e sua efetiva arrecadação. Com a indexação diária das receitas no Brasil, antes do Plano Real, o efeito Tanzi reduzia-se sensivelmente, tornando-se bem menos importante que o efeito Patinkin;

(b) aumento dos gastos com seguridade social; tendência já observada desde a promulgação da Constituição em 1988; tais gastos dobraram sua participação no PIB entre 1986 e 1996, de 2,8% para 5,6%, respectivamente (dados da Secretaria de Política Econômica/MF). Em 1994, esses gastos encontravam-se em 4,9% do PIB, elevaram-se para 5,6%, em 1996, 8,2%, em 1998, e devem superar 8,5%, em 1999. Tal aumento impossibilitou o INSS de transferir recursos para financiar a saúde, e o Tesouro Nacional ficou como o responsável integral por essa despesa [Velloso, 1996 a]. Os motivos específicos para o crescimento de tais gastos, no período recente, foram a expansão do número de beneficiários, porque muitos aposentaram-se nos últimos anos por temer mudanças produzidas pela Reforma da Previdência, em andamento no Congresso Nacional, e o reajuste, em 1996, de 43% no salário mínimo, quando a inflação fora, no período entre um aumento e outro, de apenas 15,8%. Além disso, tal aumento foi estendido à totalidade dos beneficiários da Previdência, o que não era uma exigência legal [Giambiagi, 1997]; e

(c) deterioração do resultado de estados e municípios, apesar da maior participação, principalmente dos últimos, no bolo de receitas do país, promovida pela Constituição de 1988. A principal causa, em parte explicada pela redução do efeito Patinkin, foi a expansão dos gastos com pessoal, bem acima do limite de 60% da receita corrente líquida na maior parte dos estados, conforme é estabele-

---

<sup>3</sup> As taxas de juros têm incidido sobre grande parte da dívida, contribuindo para aumentar o custo de rolagem e, também, do seu estoque nos períodos posteriores. Sofreram três grandes choques entre 1995 e 1998. O primeiro foi de janeiro a março/95 – contexto da crise do México – quando atingiu 4,26% ao mês, em abril; o segundo, em novembro de 1997 – efeitos da crise da Ásia –, quando atingiu 3,04% ao mês; o terceiro choque ocorreu em setembro/98 – crise da Rússia –, quando a taxa *over selic* atingiu 2,6% ao mês.

<sup>4</sup> Cardoso (1998), Bacha (1994) e Velloso (1997 b) descrevem detalhadamente esse efeito, que chamam de *repressão fiscal*.

---

cido pela Lei Camata [Velloso, 1998]. As empresas estatais (federais, estaduais e municipais) contribuíram com a menor parcela da deterioração fiscal do setor público consolidado.

O ano de 1997 foi particularmente negativo e apresentou déficit primário de 0,92% do PIB, o que contrastou com o pequeno déficit de 0,09%, em 1996, e com os superávits dos demais anos do período em análise. Esse resultado se explica, nos estados, principalmente pelo considerável volume de receitas de privatização não utilizados para abater dívida.<sup>5</sup> No governo federal, a deterioração deu-se majoritariamente na Previdência Social, com o crescimento de 17,8% no pagamento de benefícios em relação a 1996, enquanto que a arrecadação bancária só aumentou 7,7% (dados do Ministério da Previdência e Assistência Social). Como atenuante, o governo federal contou com a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) e com as concessões, 6% e 1,8% da arrecadação federal total (o que exclui contribuição previdenciária), respectivamente, ambas inexistentes no ano anterior.

Em 1998, o resultado primário atingiu pequeno superávit de 0,01% do PIB, com o governo federal superavitário em 0,57%, e os estados e municípios reduziram seu déficit para cerca de 0,21% do PIB, um terço do patamar anterior. O expressivo volume de receitas transitórias (cerca de R\$ 21,8 bilhões)<sup>6</sup> explica o melhor resultado do governo federal, a despeito de os gastos terem aumentado, principalmente os benefícios previdenciários, que saíram de 46,4 bilhões, em 1997, para 53,5 bilhões, em 1998. As despesas com Outros Custeios de Capital (cresceram a taxas elevadas desde 1994, e somente em 1998 atingiram R\$ 28,7 bilhões, contra R\$ 23,4 bilhões em 1997.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> As receitas de privatização aumentam o déficit público sempre que tenham qualquer outra utilização diferente do abatimento de dívidas reconhecidas como tal pelo Banco Central (BACEN). Reconhecidas como tal porque eventuais passivos (uma dívida com empreiteira, por exemplo) não apropriados pelo BACEN, não são contabilizados como abatimento de dívidas quando pagos. Se um governante vende uma empresa estatal e com os recursos obtidos paga aos funcionários públicos ou abre uma estrada nova, ou mesmo paga uma dívida não explicitada no cálculo da dívida líquida do BACEN, aqueles recursos serão contabilizados como uma fonte de financiamento (da mesma forma que um empréstimo, por exemplo), e não como uma receita propriamente dita, caso de uma receita tributária. Há uma diminuição de ativo (empresa estatal), sem redução de passivo (dívida). Por isso, o déficit aumenta.

<sup>6</sup> R\$ 17,4 bilhões de concessões, R\$ 1,7 bilhão pelo estoque de 1997 de IRRF (rendimento de capital), R\$ 1,4 bilhão de superávit financeiro de fundos e autarquias, R\$ 750 milhões de dividendos e R\$ 402 milhões de depósitos abandonados (dados do Boletim de Finanças Públicas do IPEA).

<sup>7</sup> Esse resultado foi devido às medidas anunciadas logo após a crise asiática, em setembro de 1997, que consistiram em ampliação de receitas (basicamente aumento das alíquotas dos impostos sobre produtos industrializados (IPI) e sobre a renda (IR) e redução de despesas (não-concessão de reajustes salariais aos servidores; corte de investimentos e de custeio). O maior

---

A combinação de juros elevados e superávits primários inexpressivos, ou mesmos déficits, fizeram a dívida líquida do setor público crescer significativamente entre 1994 e 1998 e saltar de 28,5% do PIB, em 1994, para 43,7% do PIB, em 1998, como mostra a tabela 2. Adicionalmente, houve, a partir de 1996, expressivo reconhecimento de dívidas não explicitadas anteriormente pelo governo, os chamados *esqueletos*, o que superou o montante de receitas de privatização.<sup>8</sup>

TABELA 2  
Dívida Líquida do Setor Público  
1994/1999

Especificação	(Em porcentagem do PIB)					
	Dez./94	Dez./95	Dez./96	Dez./97	Dez./98	Abr./99
Dívida líquida total	28,5	31,2	33,3	34,5	43,7	48,1
Governo federal e Banco Central	12,3	13,5	15,9	18,8	25,3	29,5
Governos estaduais e municipais	9,5	10,8	11,5	13,0	14,3	15,2
Empresas estatais	6,7	6,8	5,9	2,8	2,9	3,4
Privatização	-	-	-0,1	-2,0	-3,4	-3,5
Dívida fiscal líquida com privatização	-	-	31,3	32,4	38,3	41,2
Ajuste patrimonial	-	-	2,0	2,1	5,4	6,9
Dívida fiscal líquida sem privatização	-	-	31,4	34,4	41,6	48,1

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

A desvalorização cambial do início de 1999 teve efeitos substanciais sobre os resultados fiscais porque parte da dívida interna é indexada ao câmbio (21% da dívida mobiliária de responsabilidade do Tesouro Nacional, em dezembro de 1998), além da própria dívida externa. Assim, as Necessidades de Financiamento do Setor Público (fluxos dos últimos doze meses, conceito nominal) chegaram a 13,8% do PIB, em fevereiro de 1999, e reduziram-se para 12,1%, em abril, por causa da valorização posterior do real.

As perspectivas fiscais para 1999 são positivas, a despeito do crescimento inevitável da dívida pública em razão da desvalorização cambial e das taxas de juros. O superávit primário, nas três esferas de governo, deve superar 3% do PIB, conforme o acordo com o Fundo Monetário Internacional, como mostram os números do primeiro semestre. A razão principal é a expansão das receitas, em face do aumento da alíquota de vários tributos como a COFINS (+ R\$ 9 bilhões em 1999), a CPMF (+ R\$ 3 bilhões), do IOF (+ R\$ 1,8 bilhão), além de receitas extraordinárias, como a negociação para recebimento com deságio de débitos com o governo questionados na Justiça (+ R\$ 2,2 bilhões em 1999).

---

impacto, entretanto, concentrou-se do lado das receitas. Para uma análise detalhada das medidas anunciadas, ver Boletim de Finanças Públicas do IPEA (nº 2).

<sup>8</sup> O capítulo 3 vai detalhar esses *esqueletos*.

---

Em 2000, novas receitas por conta de negociações de débitos *sub-judice* devem ser obtidas (há um estoque de R\$ 6 bilhões, só com a COFINS), além das alíquotas mais elevadas que continuarão a vigorar e das novas privatizações. Do lado negativo, permanece o crescimento do déficit previdenciário, que, na ausência de medidas adicionais, continuará a demandar recursos públicos. Nos estados e municípios, há muitas dúvidas. De um lado, a aprovação da reforma administrativa viabiliza a demissão de servidores públicos sempre que o limite de 60% da receita corrente líquida com gastos de pessoal for superado e a possível aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal favorecer maior disciplina fiscal por parte dos governantes. De outro, há as eleições municipais de 2000, que, historicamente têm representado fonte de maior pressão por gastos públicos, além dos *esqueletos* que não param de se apresentar.

O acordo com o FMI prevê superávit primário consolidado de 3,25% do PIB, em 2000. Para se chegar a esse resultado, ainda há muito o que se fazer. Para que a dívida pública se estabilize como proporção do PIB ao redor de 50%, é necessário, além dos superávits primários expressivos, taxa de juros nominal (*over selic*) não superior a 20% a.a., taxa de câmbio entre 1,70 e 1,80 (R\$/US\$), em 1999 e 2000 (o capítulo 4 assume essas taxas como hipóteses), e retomada do crescimento econômico.

### 3 PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL

A privatização – entendida neste texto como a transferência total ou parcial dos direitos de propriedade de uma empresa pública para o setor privado<sup>9</sup> – entra formalmente na pauta brasileira de debates em 1979 com a criação do Programa Nacional de Desburocratização, que, entre outros objetivos, estabelecia a venda de empresas estatais.

Durante quase cinquenta anos (1930/1979), o Estado brasileiro tanto criou como absorveu empresas. Os motivos foram os mais variados: recursos insuficientes por parte do setor privado, setores estratégicos para a economia nacional, nacionalismo econômico e socorro a empresas privadas em dificuldade [Treat, 1983]. Como nota Guislain (1997), a absorção e criação de empresas por parte do Estado, neste século, foi uma característica mundial – os Estados Unidos situam-se como uma das poucas exceções.

---

<sup>9</sup> A privatização assumiu diferentes significados na literatura: (i) transferência total ou parcial dos direitos de propriedade de uma empresa ao setor privado (o que assumimos neste texto); (ii) submissão de empresas estatais às mesmas regras válidas para o setor privado em situação de concorrência, mediante o estabelecimento de contratos de gestão; e (iii) desregulamentação da economia com a finalidade de aumentar a concorrência [Plane, 1994].

---

Em 1979, havia cerca de trezentas empresas estatais federais no Brasil, em um universo que abrangia bancos, siderúrgicas, empresas de petróleo e derivados, hotéis, só para citar alguns casos. Para se ter uma idéia do tamanho da participação de tais empresas na economia nacional, entre 1970 e 1981, a poupança bruta do setor produtivo estatal federal respondeu, em média, por 3,68% do PIB, o que representou, em média, cerca de 18,68% de toda a poupança bruta do setor privado.<sup>10</sup> Como foi analisado por Trebat (1983), tais empresas desempenharam papel de extrema importância no processo de desenvolvimento brasileiro.

Dois aspectos contribuíram decisivamente para se repensar a situação descrita acima. O primeiro, de natureza interna, foi a quase completa perda da capacidade de investimento do Estado brasileiro, provocada pela crise da dívida no final dos anos 70, e o segundo aspecto, de natureza externa, foi a ampla repercussão que os programas de liberalização (que incluíam a desregulamentação e a privatização), anunciados pela Grã-Bretanha, e seguidos por muitos países, tiveram. Guislain (1997) contabiliza mais de cem países com programas de privatização, entre eles: Argentina, Chile, Colômbia, México e Peru, na América Latina; Malásia, Paquistão e Filipinas, na Ásia; França e Grã-Bretanha, na Europa Ocidental; Marrocos e Nigéria, na África. O autor estima que o volume arrecadado anualmente, apenas em 1995 e 1996, tenha alcançado algo próximo a US\$ 80 bilhões. Kikeri *et alii* (1994) calculam que mais de quinze mil empresas foram privatizadas no mundo, desde que a onda de privatização iniciou-se, a maior parte depois de 1990.

Assim, a crise de financiamento do Estado brasileiro, somada à grande repercussão que os programas de privatização tiveram pelo mundo, propiciaram um ambiente favorável para que se discutisse seriamente a transferência de empresas estatais ao setor privado.<sup>11</sup>

Entretanto, como as resistências eram grandes, a privatização no Brasil iniciou-se timidamente, privatizando-se inicialmente empresas estatais que haviam sido absorvidas pelo Estado, geralmente em decorrência de elevado endividamento junto ao setor público; depois, vendendo-se empresas historicamente estatais do setor industrial – governos Collor e Itamar – e, por último, na atual fase, privatizando-se o setor de infra-estrutura e os serviços de utilidade pública. Tal estratégia deveu-se às grandes resistências que surgiram e forçaram os sucessivos governos a optarem pelo caminho de menor resistência. Essa estratégia foi seguida na maioria dos países, conforme foi descrito por Kikeri *et alii*: “A maior

---

<sup>10</sup> Ver Werneck (1989). É preciso notar que, pela metodologia do IBGE, empresas estatais são consideradas como parte do setor privado; mas Werneck as separa desse setor para chegar ao número acima mencionado.

<sup>11</sup> Há outros motivos para a privatização como, por exemplo, a *performance* econômica insatisfatória das empresas estatais (se comparada com a das empresas privadas).

---

parte dos governos privatizantes – o que inclui Chile, Jamaica, México, Filipinas, Polônia, Togo, Tunísia e Reino Unido – começaram pela venda de firmas pequenas e médias que operavam em mercados competitivos. Tais vendas requerem pouca reestruturação prévia, envolvem risco político mínimo e são mais facilmente absorvidas pelos investidores privados, além de ajudarem a preparar o terreno para a venda subsequente de empresas estatais grandes e complexas” [Kikeri *et alii*, 1994, p. 258, tradução dos autores].

No período 1981/1989, foram privatizadas um total de trinta e oito empresas, com preço de venda equivalente a US\$ 725,998 milhões, chegando-se a melhoria de resultados principalmente quanto a *eficiência econômica das privatizações* [Pontes Lima, 1997]. Em 12 de abril de 1990 (governo Collor), foi criado, mediante a Lei nº 8 031, o Programa Nacional de Desestatização (PND), que tinha os seguintes objetivos: reordenar a posição estratégica do Estado na economia e transferir à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; contribuir para a redução da dívida pública ao concorrer para o saneamento das finanças do setor público; permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que venham a ser transferidas à iniciativa privada; contribuir para a modernização do parque industrial do país, ao ampliar sua competitividade e reforçar a capacidade empresarial nos diversos setores da economia; permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; e contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, por meio do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o programa.

No governo Collor, foram transferidos ao setor privado dezoito empresas,<sup>12</sup> equivalentes a US\$ 5,4 bilhões, sendo US\$ 4,0 bilhões em receitas de venda e US\$ 1,4 bilhão em dívida transferida. Do valor referente a receitas, US\$ 3,966 bilhões foram pagos com as chamadas moedas de privatização<sup>13</sup> e US\$ 49 milhões em moeda corrente. No governo Itamar, o programa foi fortalecido e ampliado e passou a atuar, também, na viabilização das concessões de serviços públicos, em possíveis parcerias entre o público e o privado e na discussão sobre uma possível quebra de monopólio (PETROBRAS, ELETROBRÁS e TELEBRÁS) particularmente a partir da posse do então ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso.

---

<sup>12</sup> Destaque para USIMINAS; Mafersa; Aços Finos Piratini; COPESUL; CST; GOIASFÉRTIL; COSINOR; e Mineração Caraíba.

<sup>13</sup> As moedas de privatização utilizadas pelo PND são: Debêntures da SIDERBRÁS (SIBR); Certificados de Privatização (CP); Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND); Créditos Vencidos Renegociados (DISEC) (renegociados); Títulos da Dívida Agrária (TDA); Títulos da Dívida Externa (DIVEX); Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal; e Notas do Tesouro Nacional-NTN-M (série M).

---

Segundo a Secretaria de Desestatização do BNDES, foram privatizados, nos vinte e cinco meses do governo Itamar Franco, um total de quinze projetos,<sup>14</sup> representando cerca de US\$ 6,5 bilhões de resultado, com US\$ 4,6 bilhões das vendas e US\$ 1,9 bilhão das dívidas transferidas. Do total das receitas, US\$ 3,0 bilhões foram pagos em moedas de privatização e US\$ 1,6 bilhão, em moeda corrente, o que indica, assim, um significativo avanço com relação ao governo anterior.

Ao se iniciar o ano de 1995 (governo Fernando Henrique), além da continuidade do programa, foram encaminhadas ao Congresso Nacional as propostas de concessão de serviços na área de transportes (rodovias, ferrovias e portos) e a criação das agências reguladoras dos setores de petróleo e gás, energia elétrica e telecomunicações. Os resultados alcançados no triênio 1995/1998 indicam um valor total de privatizações e concessões de US\$ 72,7 bilhões, que equivalem a 85,3% de todo o valor privatizado no período 1991/1998 (US\$ 85,2 bilhões, ver tabela 3).

TABELA 3  
Brasil: Resultados Gerais das Desestatizações  
1991/1998

Programa	(Em US\$ milhões)		
	Receitas de Vendas	Dívidas Transferidas	Resultado Geral
1. Federais	46 168	11 326	57 494
1.1 PND	19 611	9 201	28 812
1.2 Telecomunicações	26 557	2 125	28 682
2. Estaduais	22 520	5 223	27 743
<b>Total</b>	<b>68 688</b>	<b>16 549</b>	<b>85 237</b>

Fonte: BNDES. Elaboração BNDES.

Somente em 1997 e 1998, as vendas atingiram o valor de R\$ 66,4 bilhões, sendo R\$ 29,8 bilhões, em 1997, e R\$ 36,6 bilhões, em 1998 (ver tabela 4). Do valor de 1998, R\$ 31,387 bilhões foram oriundos das privatizações e R\$ 5,201 bilhões, das concessões. O grande destaque foi, sem dúvida, a privatização do setor de telecomunicações, que alcançou o valor de R\$ 22,058 bilhões, com ágio de 63,7%.

TABELA 4  
Brasil: Resultados Gerais das Desestatizações  
1997/1998

Especificação	(Em R\$ milhões)		
	1997	1998	Total
Estaduais	16 526	10 391	<b>26 917</b>
Telecomunicações	5 015	22 058	<b>27 173</b>
PND	8 268	4 139	<b>12 407</b>
<b>Total</b>	<b>29 809</b>	<b>36 588</b>	<b>66 497</b>

Fonte: BNDES.

<sup>14</sup> Os principais foram: CSN, COSIPA, AÇOMINAS, PQU, POLIOLEFINAS, ULTRAFÉRTIL, EMBRAER e Caraíba Metais.

O Tesouro Nacional recebeu, no período 1994/1998, cerca de R\$ 21,1 bilhões das desestatizações (ver tabela 5), e, destes, R\$ 17,9 bilhões foram utilizados para abater a dívida pública, particularmente a de curto prazo (de maior custo para os cofres públicos). Os anos de maior relação entre os recursos recebidos e os recursos para abater dívida foram 1996 e 1998, com 88,64% e 86,89%, respectivamente. Em 1999, espera-se que essa relação fique em torno de 92%.

TABELA 5  
Desestatizações Federais: Recursos Repassados  
ao Tesouro e Dívidas Abatidas  
1994/1998

(Em R\$ milhões)

Ano	Recebidos Tesouro (A)	Abatimento (B)	Participação (%) (C) = (B/A)
1994	873,65	489,48	56,03
1995	1 415,12	1 144,64	80,89
1996	780,01	691,42	88,64
1997	3 879,10	3 296,46	84,97
1998	14 108,09	12 258,91	86,89
<b>Total</b>	<b>21 055,97</b>	<b>17 880,91<sup>1</sup></b>	<b>84,90</b>

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Notas: <sup>1</sup> Além deste, os outros 50% do valor de venda da CVRD (R\$ 1 648,0 milhões) foram destinados ao BNDES (FRE), em contrapartida à assunção de dívidas do FCVS.

Para 1999, a receita total com as privatizações está prevista em R\$ 13,2 bilhões,<sup>15</sup> sendo R\$ 9,2 bilhões com empresas federais e R\$ 4 bilhões com estaduais e municipais. No âmbito federal, destacam-se as grandes empresas de geração de energia elétrica: Furnas, CHESF, e ELETRONORTE (Tucuruí). No plano estadual, as principais são as distribuidoras Companhia Paranaense de Energia Elétrica (COPEL), Companhia Energética de Pernambuco (CELPE), Sociedade Anônima de Eletrificação da Paraíba (SAELPA) e Companhia Energética do Maranhão (CEMAR).

#### 4 PASSIVOS EXPLICITADOS (*ESQUELETOS*) DO GOVERNO FEDERAL

A partir de 1996, além da privatização, tiveram lugar significativos ajustes patrimoniais que são conhecidos como *esqueletos* (passivos explicitados). O efeito combinado dos dois, infelizmente, tem produzido resultados líquidos favoráveis ao crescimento da dívida pública. Isto é, os ajustes patrimoniais apresentam-se maiores que os de privatização. Até dezembro de 1998, o saldo desse balanço

<sup>15</sup> Ver a terceira revisão do acordo com o Fundo Monetário Internacional.

aumentou a dívida líquida total do país em 0,9% do PIB (4,3% de ajustes patrimoniais – 3,4% de privatizações).<sup>16</sup> Alguns *esqueletos* afetam as privatizações duplamente: de um lado atuam como moedas em pagamento dos ativos objeto de venda; de outro, são passivos que oneram as responsabilidades do governo.

Entre os principais *esqueletos*, podem ser mencionados: R\$ 7,7 bilhões na Conta Petróleo e Alcool; R\$ 8 bilhões consumidos pela capitalização do Banco do Brasil; R\$ 3,8 bilhões em títulos que visam à securitização da dívida agrícola; R\$ 8,7 bilhões de moedas de privatização de empresas estatais transformadas em títulos; R\$ 15,8 bilhões de dívidas absorvidas da SIDERBRÁS; R\$ 2,6 bilhões de dívidas absorvidas da SUNAMAM; R\$ 3,6 bilhões em títulos por conta do FCVS; R\$ 1,4 bilhão absorvido de dívida da Rede Ferroviária Federal com o INSS e Outras Dívidas Constituídas Contra a União (por exemplo, dívida com a TRANSBRASIL, após julgamento no Supremo Tribunal Federal, da ordem de R\$ 700 milhões,<sup>17</sup> que está sendo reclamada por outras empresas aéreas).<sup>18</sup> Há, ainda, o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na atividade bancária (PROES), que, embora não seja um *esqueleto* propriamente dito, foi responsável pela expansão de R\$ 48 bilhões na dívida mobiliária federal, entre março de 1997 e agosto de 1998. Esse é um assunto que merece o máximo de atenção por parte das autoridades governamentais.

Dada a complexidade do tema, faz-se, a seguir, análise exploratória dos principais *esqueletos* do governo federal brasileiro, chamando atenção para os valores envolvidos e sua inserção na situação fiscal da União; além de breve descrição das principais contas, apresenta-se sua evolução recente.

**4.1 Siderúrgicas Brasileiras S/A (SIDERBRÁS)** O balanço patrimonial da SIDERBRÁS (30/4/97) indicava um passivo circulante de R\$ 19,4 bilhões, contra um ativo de R\$ 3,6 bilhões, che-

<sup>16</sup> Em abril de 1999, essa diferença aumentou a 3,4% do PIB (3,5% de privatização menos 6,9% de ajuste patrimonial).

<sup>17</sup> As demais empresas aéreas entraram na Justiça para serem ressarcidas por perdas decorrentes do controle de preço nas passagens entre 1986 e 1992. A revista *Veja*, de 28/7/99, mostra os seguintes valores reclamados pelas empresas: Varig (R\$ 3,2 bilhões); VASP (R\$ 2,2 bilhões); TAM (R\$ 246 milhões); Rio Sul (R\$ 143 milhões); e Nordeste (R\$ 19 milhões).

<sup>18</sup> A assunção e o refinanciamento das dívidas dos estados e do Distrito Federal (Lei nº 9 496, de 11/9/97) aumentou a dívida mobiliária federal, mas deixou inalterada a dívida líquida total. Entretanto, os acordos de refinanciamento da dívida dos estados são uma fonte potencial de *esqueletos*, pois já não estão sendo cumpridos. De um lado, o governo federal prorrogou por um ano o pagamento de 20% da dívida que deveriam ter sido pagos em novembro de 1998. De outro, o Senado, ao contrariar decisão sua de julho último, permitiu a vinte e dois estados contraírem novas operações de crédito em um total de R\$ 5 155 milhões. Somente no dia 15 de dezembro de 1998, última sessão do Senado daquele ano, foram aprovados créditos totais de R\$ 847,6 milhões aos estados.

gando-se, portanto, a um patrimônio líquido a descoberto de R\$ 15,8 bilhões (já descontadas as receitas com as privatizações). As causas desse rombo foram as transferências das elevadas dívidas e dos seus encargos das treze siderúrgicas do sistema<sup>19</sup> para a *holding* SIDERBRÁS, no momento de suas privatizações. Somente no período de janeiro a abril de 1997, os custos com o serviço dessa dívida chegaram a R\$ 875,9 milhões.

Com a liquidação total da dívida, o pagamento dos R\$ 15,8 bilhões passou integralmente para o Tesouro Nacional, que já tem buscado os débitos desde 1992, quando as estatais começaram a ser privatizadas. Desse montante, cerca de 66% referem-se a dívidas contraídas externamente, e os restantes 34%, internamente. O principal credor externo é o Clube de Paris e os internos são bancos privados, BNDES, PETROBRÁS e ELETROBRÁS. Segundo a Secretaria do Tesouro Nacional, há um saldo da dívida externa no valor de US\$ 7,4 bilhões, a serem pagos nos próximos 24 anos. Quanto à dívida interna, uma grande parte foi trocada por títulos da dívida pública federal (vencimento em até 24 anos) e uma pequena parte foi transformada em debêntures, com prazo de vencimento a encerrar-se no ano 2000.

**4.2 Contas Petróleo, Derivados e Álcool** As contas Petróleo, Derivados e Álcool retratam lançamentos escriturais, realizados pela PETROBRÁS e encaminhados à homologação do DNC – Departamento Nacional de Combustíveis, dos montantes arrecadados pelas parcelas FUP – Frete de Uniformização de Preços<sup>20</sup> (dos combustíveis) e a hoje extinta FUPA – Frete de Uniformização de Preços de Álcool,<sup>21</sup> bem como de itens de despesa. Resumidamente, tem-se:

- *Conta Petróleo*

Com escrituração iniciada em junho de 1983, por ocasião da extinção da taxa de câmbio preferencial para as importações de petróleo, tem como entrada parte da arrecadação da parcela FUP e como saídas as *despesas petróleo*;

- *Conta Derivados*

---

<sup>19</sup> Aço Minas Gerais (AÇOMINAS), Usina Siderúrgica de Minas Gerais (USIMINAS), Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), Companhia Siderúrgica Paulista (COSIPA), Companhia Siderúrgica de Tubarão (CST), entre outras.

<sup>20</sup> Artificio que sucedeu diversos outros mecanismos de geração adicional de recursos por meio de preços de derivados de petróleo, foi instituído em 1984, por ato do extinto Conselho Nacional do Petróleo, com fulcro na Lei nº 4 452/64, com o fim precípuo de viabilizar a política de preços uniformes de combustíveis no país e cobrir despesas não alocadas diretamente na estrutura de preços de derivados.

<sup>21</sup> Parcela que integra o preço de faturamento de álcool combustível, destinada a gerar recursos para a compensação de custos de transporte e da diferença entre o custo efetivo de álcool até o posto revendedor e o seu preço ao consumidor.

---

Sua apuração remonta a dezembro de 1984 e tem como registro de receita parte da arrecadação da parcela FUP e como saídas as *despesas derivadas*; e

- *Conta Álcool*

Instituída em janeiro de 1981, contabiliza como entradas a parcela FUPA, parte da arrecadação FUP, valorização de estoques em poder da PETROBRÁS e o resultado da comercialização de MTBE (aditivo oxigenado para a gasolina, substituto, sob determinadas condições, do álcool anidro). Como saídas, as *despesas álcool*. A parcela FUPA foi extinta em janeiro 1996 (Portaria MME nº 114, de 29/3/96), e deixou, portanto, de ser levada à Conta Álcool.

O saldo acumulado das contas, ao final do exercício de 1996, acusava, de acordo com balanço patrimonial da PETROBRÁS, montante negativo de R\$ 7,7 bilhões, por ela contabilizado no Realizável a Longo Prazo, e assim distribuído: contas Petróleo e Derivados, R\$ 3,5 bilhões; Conta Álcool, R\$ 4,2 bilhões. A expectativa é de que, ao final de 1998, aquele saldo tenha se beneficiado dos resultados positivos obtidos com a queda dos preços internacionais do petróleo (favoráveis ao governo). O montante assumido foi convertido em títulos da dívida mobiliária federal, para acerto futuro. A questão do saldo acumulado dessas contas, complexa e, de determinados ângulos, controversa, vem sendo discutida há bastante tempo. Dessa forma, impõe-se a realização de competente auditoria em tais contas, que vá além da validação de números e abranja a verificação de metodologias e critérios utilizados. Já é hora de esse assunto ser definitivamente esclarecido, resolvido e encerrado.

#### 4.3 Dívida Pública Federal Interna, Mobiliária e Contratual

uma análise da evolução da dívida mobiliária federal e seu envolvimento com os passivos explicitados é da maior importância.

A maior parte dos *esqueletos* está sendo financiada pela emissão de títulos da dívida pública interna brasileira. Assim,

##### 4.3.1 Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

uma relação Dívida Mobiliária/PIB de 11,1%, em dezembro de 1994, atingiu-se 35,4%, em dezembro de 1998, e 39,9%, em abril de 1999. Em observância à Lei de Diretrizes Orçamentárias e à Lei Orçamentária Anual de cada exercício, foram realizadas emissões líquidas para atender, além das obrigações com encargos da própria DPMF-I (Dívida Pública Mobiliária Federal Interna), a despesas de outras origens, a saber:

O estoque da Dívida Mobiliária Federal em relação ao PIB, entre 1994 e 1998, apresentou crescimento de 219%.

- desoneração do ICMS;
- serviço da dívida externa;

- securitização de obrigações e Títulos da Dívida Agrária (TDA);
- garantia de empréstimo contratado pelo Ministério da Saúde junto ao Banco do Brasil (NTN-T);
- aumento de capital do Banco do Brasil (NTN-J);
- permuta de recursos recebidos no âmbito do PND (Programa Nacional de Desestatização) – *clearing* (NTN-P);
- troca por papéis emitidos (*par bonds*) em decorrência de acordos de reestruturação da dívida externa (NTN-A);
- captação de recursos para pagamento de equalização das taxas de juros do financiamento à exportação amparada pelo PROEX (NTN-I);
- redução do custo de financiamento do fluxo sazonal negativo de responsabilidade do INSS (LFT); e
- programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados (LFT).

Devido à instabilidade externa e ao alto grau de volatilidade nos juros domésticos, o mercado voltou a exigir prêmios elevados para demandar LTN de um ano e fez que, a partir de junho, tais títulos fossem temporariamente substituídos nos leilões pelas Letras Financeiras do Tesouro (LFT) (títulos pós-fixados à taxa *overnight*) com prazos em torno de oito meses. As emissões de NTN-D de três anos ficaram restritas ao refinanciamento dos papéis de mesma característica. Esse fato, acrescido de emissões de LFT para fazer frente às operações de refinanciamento dos estados, amparadas pela Lei nº 9 496, de 11/9/97, acarretou alteração substancial na composição da DPMF-I, que passou, desde agosto, a ter prevalência de papéis indexados a taxas de juros *over selic*.

#### 4.3.2 Títulos da Dívida Agrária – TDA

Os Títulos da Dívida Agrária apresentam-se sob duas modalidades: TDA de emissão do INCRA e TDA de emissão do Tesouro Nacional – TDA-E.

A primeira (TDA-INCRA) refere-se a processos de registro escritural de títulos emitidos pelo Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária junto ao Sistema SECURITIZAR/CETIP, e apresenta, desde dezembro de 1994, redução de estoque. Em agosto de 1998, o estoque desses títulos alcançou R\$ 112 milhões, contra cerca de R\$ 1 bilhão registrado em dezembro/1994. Isso ocorreu, fundamentalmente, devido ao pagamento, em 1997, de papéis que haviam sido emitidos antes de 1992, pelo INCRA, e que estavam em situação de inadimplência e sob inúmeras demandas judiciais.

No que concerne aos TDA-E, a partir da publicação do Decreto nº 578, de 24 de junho de 1992, o aumento no estoque decorreu da intensificação, por parte

---

do governo, do Programa da Reforma Agrária, que se traduziu em um estoque da ordem de R\$ 2,7 bilhões, em agosto de 1998.

**4.3.3 Securitização de Obrigações** Definida como processo de renegociação de dívidas geralmente vencidas e não pagas, tendo como mecanismo subjacente a *novação contratual* ou repactuação das condições previstas nos contratos originais, a securitização de obrigações foi reconhecida como uma das prioridades da Secretaria do Tesouro Nacional.

A fim de reestruturar passivos de responsabilidade de diversos setores da administração pública direta e indireta (portuário, siderúrgico, elétrico, ferroviário, programas governamentais, PROAGRO, etc.), até como forma de sanear empresas incluídas no Programa Nacional de Desestatização, foram firmados, no período janeiro/1995–agosto/1998, inúmeros contratos de securitização de dívidas junto à União, que alcançaram R\$ 18 bilhões, em agosto/1998.

Em termos de estoque, ao agregarem-se as debêntures SIDERBRÁS, houve crescimento nominal de aproximadamente 472%, no período dezembro/1994 – agosto/1998.

**4.3.4 Assunção e Refinanciamento da Dívida dos Estados** O governo federal estabeleceu critérios para consolidação, assunção e refinanciamento, pela União, da dívida pública de responsabilidade dos estados e do Distrito Federal (Lei nº 9 496, de 11/9/97). Por sua vez, a Medida Provisória nº 1 612 – 18 (antiga 1 590), de 11/12/97, estabeleceu mecanismos que objetivam incentivar a redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária. Especificamente, os passivos estaduais têm sido renegociados da seguinte forma:

(a) Dívida Mobiliária:

– LFT-E em carteira própria dos bancos estaduais e nos Fundos das Dívidas Estaduais – pagamento mediante permuta por LFT-A; e

– LFT-E dispersas no mercado ou cujo valor seja pouco relevante – incorporação ao estoque de responsabilidade do Tesouro Nacional, com pagamento no próprio vencimento dos papéis originais.

(b) Dívida Contratual:

– decorrente de contratos celebrados com a Caixa Econômica Federal no âmbito do Voto CMN nº 162/95, e com o Banco do Brasil e demais instituições bancárias (Antecipação de Receitas Orçamentárias) – liquidação mediante emissão de LFT-B com vencimentos variáveis, no exercício de 1998;

– decorrente da assunção com instituições financeiras estaduais – pagamento mediante emissão de LFT-B de oito anos; e

– originária de contratos com instituições não-financeiras e decorrentes da assunção de passivo atuarial trabalhista – securitização das obrigações, mediante emissão de ativos cujas características negociadas junto aos credores ou no caso atuarial, de acordo com o fluxo de pagamento dos passivos.

#### **4.3.5 Dívidas Constituídas Contra a União**

Compreende, basicamente, a manutenção de canais de negociação com os credores da União, o acompanhamento de processos, com o objetivo de verificar a adequada instrução de cada um deles, a renegociação de valores e a atualização monetária de passivos. Ao longo dos últimos anos, parte significativa de dívidas contra a União adveio de processos de securitização, dos quais destacam-se as originadas da *Conta de Resultados a Compensar*, regida pela Lei nº 8 631, de 4 de março de 1993, alterada pela Lei nº 8 724, de 28 de outubro de 1993, do Programa Política de Preço Nacional Equalizado, do extinto Instituto do Açúcar e do Alcool, em favor de diversas usinas, e das apropriações dos valores lançados às contas denominadas Petróleo, Derivados e Alcool.

#### **4.3.6 Créditos Reestruturados do Setor Agrícola**

Com o intuito de manter sob controle passivos relacionados com o setor agrícola, encontram-se em desenvolvimento instrumentos – sistemas informatizados e contratos-padrão a serem firmados entre a União e instituições financeiras – que, brevemente, definirão a base de relacionamento dessas partes, no que diz respeito ao alongamento de dívidas contratadas originalmente com recursos de Conta Própria (Caderneta de Poupança Rural, Fundo de Aplicação Extramercado (FAE), Depósitos Especiais Remunerados (DER), Exigibilidades e Recursos Livres), do FAT e do PIS/PASEP, e com recursos sob supervisão do Ministério da Fazenda – Operações Oficiais de Crédito (OOC). Esse esforço deverá conferir ao Tesouro Nacional melhoria de qualidade na administração de tais passivos.

#### **4.4 PROES – Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária**

No âmbito da Medida Provisória (MP) nº 1 654/98, que alterou a MP nº 1 612/98, foram fixadas diretrizes pelo governo federal que visam à redução da participação dos estados na atividade bancária. Esses instrumentos facultaram duas abordagens aos interessados: concessão de garantias a financiamentos do Banco Central do Brasil (BCB) e concessão de créditos diretamente pela União. Foram concedidos empréstimos pelo Tesouro Nacional, ao amparo da MP nº 1 654/98, como operações de caráter transitório que objetivam à redução da participação dos estados nos serviços bancários.

---

Desde março de 1997, foram contratadas seis operações com garantia da União e dezoito como créditos concedidos diretamente pela União aos estados. Em decorrência das operações mencionadas, foram destinados recursos da ordem de R\$ 48 bilhões a instituições financeiras estaduais, conforme mostra a tabela 6 (em 31/12/98, esse montante deve ter se elevado para algo em torno de R\$ 70 bilhões).

TABELA 6  
PROES: Março/1997 – Agosto/1998

Instituição Estadual	Valor (R\$ milhões)
CREDIREAL	350,00
BEMAT	430,30
BANESPA/NCNB	29 842,93
BANERJ	2 950,00
BERON/RONDOPOUP	720,00
BANEB	1 353,00
BANER	56,41
BANESE	31,50
BANPARÁ	97,50
BANACRE	172,46
BANRISUL/SULCAIXA	1 425,00
BANDERN/BDRN/BADERN-CI/BADERN-CFI	99,26
BEMGE/BDMG	4 344,36
BANAP	26,00
BANDEPE	1 492,00
BANESTE	208,00
BEM	275,00
BANESTADO	3 850,00
BESC/BESCREDI/BESCAM/BESCVL/BESCOR/BA DESC	311,91
<b>Total</b>	<b>48 035,63</b>

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

As operações cujos recursos se destinaram ao CREDIREAL e ao BANERJ foram enquadradas na linha de crédito I do Voto CMN nº 162, em razão de não estarem consignadas naquele momento, no Orçamento Geral da União (OGU), as dotações para a abertura desses créditos. Paralelamente, em razão de questões inerentes ao processo de negociação, os recursos destinados ao BANESPA e NCNB (Nossa Caixa Nosso Banco) foram objeto do contrato de assunção e refinanciamento das dívidas do Estado de São Paulo (no âmbito da Lei nº 9496/97).

O CREDIREAL, o BANERJ e o BEMGE já foram privatizados. O BANESPA foi federalizado e deve ser privatizado no segundo semestre de 1999. O BANDEPE foi saneado e privatizado em novembro de 1998 e o BANEB, em junho de 1999.

Enquanto isso, Paraíba, Piauí e Distrito Federal ainda não aderiram ao PROES. Estima-se que, ao fazê-lo, deverão aumentar o custo desse programa.

**4.5 FCVS – Fundo de Compensação de Variações Salariais (Inicialmente MP nº 1520/96)**

Aproximadamente 30% do valor da dívida do FCVS é proveniente de contratos de financiamento habitacionais realizados com recursos do

FGTS, sendo as entidades credoras discriminadas em decomposição da dívida na tabela 7.

**TABELA 7**  
Estimativa da Dívida do FCVS por Credor, em 31 de Março de 1996

(Em R\$ milhões)

Entidades	Caracterizada		Total
	Vencida	A Vencer	
COHAB's	1 194	1 473	<b>2 667</b>
Agentes financeiros privados	2 178	2 732	<b>4 910</b>
Agentes financeiros públicos	1 056	1 324	<b>2 380</b>
CEF	2 533	3 178	<b>5 711</b>
Liquidandas	705	883	<b>1 588</b>
FGDLI	45	55	<b>100</b>
Outros	174	216	<b>390</b>
<b>Total</b>	<b>7 885</b>	<b>9 861</b>	<b>17 746</b>

Fonte: Caixa Econômica Federal e Secretaria do Tesouro Nacional.

A Medida Provisória nº 1 520/96 propõe a novação da dívida habilitada do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), e permite a utilização dos créditos assim novados no processo de privatização. A principal dificuldade para o equacionamento da dívida do FCVS decorre, sobretudo, do expressivo volume desse passivo. Basta dizer que apenas a dívida habilitada (vencida e vincenda), que corresponde a mais de um milhão de contratos encerrados pelos mutuários, poderá ultrapassar a cifra de R\$ 18 bilhões, equivalente, portanto, a cerca de 28% da receita fiscal, líquida de transferências e excluídas as contribuições previdenciárias.

Tais cifras demonstram a impossibilidade de quitação desse gigantesco passivo com recursos orçamentários, não obstante determinações nesse sentido constantes dos Decretos-leis nºs 2 164 e 2 406, de 19 de setembro de 1984 e de 5 de janeiro de 1988, respectivamente. Com o objetivo de solucionar esse grave problema, que desafiou sucessivos governos, o Ministério da Fazenda coordenou estudos para a novação da dívida do FCVS e utilização dos créditos novados no Programa Nacional de Desestatização (PND), de modo a evitar, no curto prazo, alocação, no Orçamento Geral da União, dos vultosos recursos exigidos para quitar esse passivo.

No âmbito do dimensionamento e da administração do passivo atribuído ao Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS), coube ao Tesouro Nacional o reconhecimento da dívida caracterizada como vencida e vincenda de responsabilidade do FCVS, no âmbito do processo de novação previsto na Medida Provisória nº 1 520/96 (atual MP nº 1 696-25, de 30 de agosto de 1998), no subsídio técnico-administrativo ao Conselho Curador desse fundo, bem como ao Comitê de Recursos do Seguro Habitacional do Sistema Financeiro de Habitação. Esse sistema permite maior transparência da dívida, que passará a ser representada por títulos escriturais, com registro eletrônico em sistema centralizado de liquidação e custódia, que passam a constar dos Balanços Gerais da União, com os correspondentes encargos financeiros incluídos na Lei Orçamentária Anual.

O FCVS foi criado pela Resolução nº 25, de junho de 1967, do Conselho de Administração do Extinto Banco Nacional de Habitação (BHN), “com a finalidade de garantir limite de prazo para amortização da dívida aos adquirentes de habitações financiadas pelo Sistema Financeiro da Habitação (SFH)”, em face da possibilidade da ocorrência, ao final do prazo de amortização, de saldo devedor residual decorrente da diferença de critérios de atualização monetária das prestações pagas e do saldo devedor da operação.

O saldo devedor potencial a ser coberto pelo FCVS, que inclui o saldo residual dos contratos ainda em curso, elevou-se à medida que o governo federal, ao invocar razões de política social, concedeu vários subsídios habitacionais e reduziu as obrigações dos mutuários do SFH e imputou ao FCVS o custeio desses benefícios, sem supri-lo dos recursos orçamentários correspondentes.

O processo de novação de dívidas de responsabilidade do FCVS é tratado pela Medida Provisória nº 1696-28, de 27 de novembro de 1998. Essa MP permite, em seu artigo 2º, a equiparação das dívidas de responsabilidade do FCVS às dívidas caracterizadas e vencidas, para fins de novação.

Em 1998, o Banco Central recalculou o passivo do FCVS ainda não assumido pelo Tesouro Nacional. Em setembro, o déficit com as instituições financeiras era de R\$ 71,6 bilhões, dos quais quase a metade dessa conta embutida no balanço da Caixa Econômica Federal [Jornal do Brasil, 18/1/99, Informe Econômico, p. 14].

**4.6 Potencial de esqueletos** Em que pese a significativa arrecadação com as privatizações de empresas estatais, os *esqueletos* do governo federal consumiram aquelas receitas e contribuíram decisivamente para o aumento da dívida fiscal líquida do país nos últimos quatro anos. Quando terá fim esse processo, eis uma questão importante. No quadro recessivo em que se encontra a economia brasileira, não só torna-se difícil o ajuste fiscal esperado como os passivos internos carregam uma carga explosiva sobre a dívida pública consolidada, o que dificulta ainda mais o equilíbrio das contas do governo.

---

Em geral, os passivos são previstos no Orçamento da União em duas contas: Amortização e Encargos da Dívida, que tratam principalmente da dívida mobiliária federal, na qual se concentra o financiamento dos principais *esqueletos*; e encargos financeiros da União, nos quais são contabilizados os compromissos financeiros do governo. Quando, excepcionalmente, não há previsão orçamentária, como no caso do BANESPA, apela-se para a securitização da dívida e posterior emissão de títulos, sempre mediante aprovação do Senado.

Podem-se examinar várias opções. Por exemplo, é indispensável a imediata supressão de alguns itens de ressarcimento, que visam à redução de despesas do governo federal. Também, devem-se aprofundar as restrições ao endividamento dos estados e municípios. É fundamental cuidar melhor do processo de endividamento do Estado brasileiro. Paralelamente, faz-se necessário restringir ao máximo o reconhecimento de *esqueletos* pelo governo federal. No caso do FCVS, por exemplo, havia bancos que já consideravam sua parte como perda, com provisão para devedores duvidosos.

## 5 SIMULAÇÕES SOBRE O IMPACTO DA PRIVATIZAÇÃO E DOS AJUSTES PATRIMONIAIS SOBRE AS VARIÁVEIS FISCAIS<sup>22</sup>

Inicialmente, isolou-se a contribuição da privatização para o ajuste fiscal, particularmente sobre a dinâmica da dívida e das necessidades de financiamento do setor público como proporção do PIB. O Banco Central incorpora tais receitas no abatimento da dívida líquida do setor público, independentemente da destinação que o governo dê para tais recursos. O que ocorre se o governo de fato não abate dívida, ao fazer outro uso dos recursos, é que as necessidades de financiamento do setor público aumentam. Isso porque as receitas de privatização no Brasil, seguindo recomendação do Fundo Monetário Internacional (FMI), não são apropriadas como receitas propriamente ditas (como uma receita tributária, por exemplo) e sim como fonte de financiamento. Há diminuição de ativo (empresa estatal), sem redução correspondente de passivo (dívida pública). As receitas de privatização, assim, funcionam como um ajuste patrimonial, o que diminui a dívida líquida e, conseqüentemente, o pagamento de juros.

A partir de um modelo simples de identidades contábeis, investigou-se a dinâmica da dívida pública como proporção do PIB:

---

<sup>22</sup> O objetivo deste capítulo é realizar uma análise de sensibilidade das variáveis fiscais às privatizações e aos *esqueletos*. Não se pretende indicar exatamente o valor das variáveis fiscais porque os dados não têm o necessário nível de desagregação.

---

$$DLTSP_{(t+1)} = DLTFSP_{(t)} + (1 + (c_{t+1} - c_t) / c_t) * I * DLTFSP_{(t)} + NFSPn_{(t+1)} + AP_{(t+1)} + P_{(t+1)} \quad (1)$$

$$NFSPn_{(t+1)} = NFSPp_{(t+1)} + JN_{(t+1)} \quad (2)$$

$$JN_{(t+1)} = (a_{t+1} * I * DLSPi_{(t)}) + b_{t+1} * c_{t+1} * DLSPe_{(t)} \quad (3)$$

em que  $DLTSP$  é a dívida líquida total do setor público;  $DLTFSP$  é a dívida líquida fiscal total do setor público;  $AP$  é o estoque acumulado de ajustes patrimoniais (*esqueletos*);  $P$  é o estoque acumulado de privatizações;  $NFSPn$  e  $NFSPp$  são as necessidades de financiamento do setor público no conceito nominal e primário, respectivamente;  $JN$  são os juros nominais líquidos;  $DLSPi$  e  $DLSPe$  são as dívidas líquidas do setor público interna e externa, respectivamente;  $a$ ,  $b$  são as taxas de juros nominais incidentes sobre as dívidas líquidas do setor público interna (em real) e externa (em dólar), respectivamente;  $c$  é a taxa de câmbio do final do período (mês, para modelo mensal e ano, para modelo anual);  $g$  é a parcela da dívida interna não indexada ao câmbio; e  $I$  é a parcela da dívida indexada ao câmbio. Para se obter a proporção do PIB, dividem-se os valores acima de cada período pelo PIB do período correspondente. Os subscritos ( $t$  e  $t+1$ ) indicam o período de tempo. São exógenas as variáveis  $AP$ ,  $P$ ,  $NFSPp$ ,  $a$ ,  $b$ ,  $c$ ,  $g$ ,  $I$  ( $g + I = 1$ ).

O sistema é resolvido por partes. Primeiro, por (3), encontram-se os juros nominais, a partir dos estoques das dívidas interna e externa do período anterior e dos valores dos parâmetros  $a$ ,  $b$ ,  $c$ ,  $g$ ,  $I$ . Em seguida, por (2), encontram-se as necessidades de financiamento nominais, com os juros obtidos em (3) e com a hipótese de resultado primário. Por último, resolve-se (1), e encontra-se a dívida líquida do setor público. Para *rodar* o modelo, é preciso conhecer os estoques iniciais de dívida líquida do governo, interna e externa, e fazer suposições razoáveis para as variáveis exógenas.

A dívida líquida do setor público, em dezembro de 1996, estava em 33,3% do PIB. O potencial arrecadável com as privatizações não é de fácil estimativa porque as avaliações são feitas próximas do ato de venda. Além disso, avaliações envolvem muitos elementos subjetivos.<sup>23</sup> Utilizou-se uma estimativa apresentada pelo Boletim de Finanças Públicas do IPEA, de dezembro de 1998, baseada em números do BNDES, que estima uma arrecadação em torno de R\$ 66 bilhões entre 1998 e 2000, conforme a tabela 8.

---

<sup>23</sup> Ver Pontes Lima (1998), para uma abordagem abrangente sobre avaliação de empresas estatais.

---

TABELA 8  
 Receitas de Privatização  
 (1996/2000)

Ano	Valor (R\$ bilhões)
1996	1 150
1997	16 646
1998	12 860
1999	20 000
2000	15 000
<b>Total</b>	<b>65 656</b>

Fonte: Banco Central (efetivo 1996 a 1998) e Boletim de Finanças Públicas do IPEA (estimativa 1998/2000).

Para se avaliar a importância dessas receitas sobre a dinâmica da dívida pública, construíram-se dois cenários (utilizando-se o modelo antes descrito) a fim de testar a sensibilidade da dívida diante dessas receitas. Como hipóteses gerais, admitiu-se uma taxa de inflação de 10%, em 1999, e 7%, em 2000; taxa de crescimento do PIB de 1%, em 1999, e 2%, em 2000; superávit primário de 3,1% e 3,25% do PIB, em 1999 e 2000, respectivamente; taxa de juros nominal sobre a dívida líquida interna do setor público de 23 %, em 1999, e 17%, em 2000,<sup>24</sup> e de 9%, em 1999 e 2000, para a dívida líquida externa. Estoque de ajuste patrimonial (que exclui receitas de privatização) de R\$ 59,5 bilhões e R\$ 74,5 bilhões em 1999 e 2000, respectivamente.<sup>25</sup>

No cenário 1, o governo privatiza o montante e com o cronograma especificado na tabela 8. O que se observa (ver tabela 9) é que a dívida líquida do setor público, como proporção do PIB, eleva-se de 33,3%, em dezembro de 1996, para 51,91%, em 2000. Em 1999, a dívida líquida eleva-se substancialmente, em razão, como se sabe, da desvalorização da taxa de câmbio, que afetou a dívida interna indexada ao câmbio e a dívida externa.

No cenário 2, o governo não implementa programa de privatização até o ano 2000. O que se observa é um aumento da dívida pública como proporção do PIB, atingindo 60,37% do PIB em 2000. Note-se que o pagamento de juros e as necessidades de financiamento do setor público (nos conceitos nominal e operacional) são bem superiores, *vis-à-vis* o primeiro cenário.

<sup>24</sup> Média ponderada da taxa nominal de juros que incide sobre a dívida líquida total do setor público, o que inclui até a dívida não onerosa (base monetária). O procedimento aqui adotado é diferente do da maioria dos autores, que desagrega a dívida pública e adota taxas de juros diferentes para cada uma. Para os propósitos do presente trabalho, tal desagregação não é necessária.

<sup>25</sup> Entre 1996 e 1998, os valores dos parâmetros são os efetivos.

Apesar de a privatização não conseguir conter o crescimento da relação dívida/PIB, a sua ausência implicaria relação de nove pontos percentuais superior. Esse resultado é eloqüente, e vai de encontro aos argumentos contrários à privatização que afirmam que aquelas receitas são pouco significativas frente ao grande pagamento de juros. Mais importante, nesse caso, é fazer a análise comparativa dos quadros com e sem privatização, o que permite concluir que a situação das contas públicas estaria bem pior sem ela. Ressalte-se, também, o papel que o reconhecimento de passivos teve sobre o crescimento da dívida. A tabela 9 mostra os resultados alcançados nos dois cenários a partir do modelo especificado e das hipóteses comuns anteriormente mencionadas.

TABELA 9  
Dinâmica da Dívida Líquida, Necessidades de Financiamento e Pagamento de Juros pelo Setor Público com e sem Privatização (1996/2000)

	(Em porcentagem do PIB)				
	1996	1997	1998	1999	2000
Cenário 1 (65,6 bilhões de privatização entre 1996 e 2000)					
Dívida líquida do setor público	33,25	34,63	43,22	51,16	51,57
NFSP nominal	5,88	6,12	8,02	9,08	4,40
Juros nominais	5,79	5,19	8,04	12,18	7,40
Cenário 2 (sem privatização)					
Dívida líquida do setor público	33,25	34,67	47,68	58,55	60,89
NFSP nominal	6,07	6,87	8,65	10,25	5,55
Juros nominais	5,98	5,94	8,66	13,26	8,55

Fonte: Até 1998, BACEN; demais anos, estimativas dos autores.

Hipóteses comuns aos dois cenários:

NFSP primário (% do PIB): 0,09 em 1996; 0,93 em 1997; -0,01 em 1998; -3,1% em 1999; -3% em 2000. Taxa de juros nominal média sobre dívida interna líquida (%): 17,3 em 1996; 19,5 em 1997; 27,3 em 1998; 23,3 1999; 17 em 2000. Taxa de câmbio (R\$/US\$): 1,7 em 1999 e 1,75 em 2000. Taxa de juros nominal média sobre a dívida externa líquida (%): 9,1 em 1996; 8,8 em 1997; 9 em 1998, 1999 e 2000.

Tx. de crescimento do PIB (%): 2,8 em 1996; 3 em 1997; 0,5 em 1998; -1 em 1999 e 2 em 2000.

Tx. de inflação (%): 11 em 1996; 7 em 1997; 1,7 em 1998; 10 em 1999; 7 em 2000.

Estoque de ajuste patrimonial (o que exclui receitas de privatização) de 1,1 bilhão, 17,8 bilhões, 39,5 bilhões, 59,5 e 74,5 bilhões em 1996, 1997, 1998, 1999 e 2000, respectivamente.

Obs.: As taxas de juros aqui utilizadas incidem sobre a dívida líquida total, inclusive dívida não onerosa, por isso estão mais baixas que a taxa de juros incidente sobre a dívida mobiliária (a hipótese por trás é que a composição da dívida entre onerosa e não onerosa permanece constante entre 1996 e 2000).

Simulou-se também a dinâmica da dívida líquida, dos juros e das necessidades de financiamento com e sem os ajustes patrimoniais no período de 1996 a 2000, mantendo-se as demais hipóteses iguais, inclusive receitas de privatização (ver tabela 10). No cenário sem tais ajustes, a dívida líquida estaria, em 2000, oito pontos percentuais abaixo do cenário que os inclui. Assim, como foi enfatizado nos capítulos 2 e 3, a explicitação de passivos (*esqueletos*) é forte causadora do crescimento da dívida líquida do setor público no período.

**TABELA 10**  
**Dinâmica da Dívida Líquida, Necessidades de Financiamento**  
**e Pagamento de Juros pelo Setor Público com e sem Ajustes Patrimoniais**  
**(1996/2000)**

	(Em porcentagem do PIB)				
	1996	1997	1998	1999	2000
Cenário 1 (74,5 bilhões de ajustes patrimoniais entre 1996 e 2000).					
Dívida líquida do setor público	33,25	34,63	43,22	51,73	51,93
NFSP nominal	5,88	6,12	8,02	8,94	4,24
Juros nominais	5,79	5,19	8,04	12,04	7,49
Cenário 2 (sem ajustes patrimoniais)					
Dívida líquida do setor público	33,25	34,67	38,94	45,41	43,76
NFSP nominal	6,07	6,87	7,63	7,69	3,26
Juros nominais	5,98	5,94	7,64	10,79	6,51

Fonte: até 1998, BACEN; demais anos, estimativas dos autores.

Hipóteses comuns aos dois cenários:

NFSP primário (% do PIB): 0,09 em 1996; 0,93 em 1997; -0,01 em 1998; -3,1% em 1999;

-3% em 2000. Taxa de juros nominal média sobre dívida interna líquida (%): 17,3 em 1996;

19,5 em 1997; 27,3 em 1998; 23,3 em 1999; 17 em 2000. Taxa de câmbio (R\$/US\$): 1,7 em 1999

e 1,75 em 2000. Taxa de juros nominal média sobre a dívida externa líquida (%): 9,1 em 1996;

8,8 em 1997; 9 em 1998, 1999 e 2000.

Tx. de crescimento do PIB (%): 2,8 em 1996; 3 em 1997; 0,5 em 1998; -1 em 1999 e 2 em 2000.

Tx. de inflação (%): 11 em 1996; 7 em 1997; 1,7 em 1998; 10 em 1999; 7 em 2000.

Estoque acumulado de privatização (o que exclui receitas de privatização) de 1,1 bilhão, 17,8 bilhões,

30,7 bilhões, 50,6 e 65,6 bilhões em 1996, 1997, 1998, 1999 e 2000, respectivamente.

Obs.: As taxas de juros aqui utilizadas incidem sobre a dívida líquida total, inclusive dívida não onerosa, por isso estão mais baixas que a taxa de juros incidente sobre a dívida mobiliária (a hipótese por trás é que a composição da dívida entre onerosa e não onerosa permanece constante entre 1996 e 2000).

## 6 CONCLUSÃO

Este trabalho analisou a evolução da situação fiscal recente no Brasil e os impactos sobre as variáveis fiscais que a privatização e os ajustes patrimoniais têm exercido, desde 1996, e que podem vir a exercer até o ano 2000. A conclusão é que o considerável volume de privatizações não impediram o crescimento da dívida pública, em razão do reconhecimento de dívidas do passado, que superaram as receitas de privatização, e do aumento do pagamento de juros nominais, em decorrência da elevação das taxas.

Esse resultado contrasta com a maior parte das análises de meados dos anos 90, que esperavam que as receitas de privatização garantissem a transição entre a situação de dificuldades fiscais de então e a implementação das reformas constitucionais, sem permitir que a dívida pública, como proporção do PIB, se elevasse muito. O que não se esperava entretanto, era o aparecimento de tantos *esqueletos*, que mais que superaram as receitas de privatização, e com juros tão elevados praticados no período para defender a política cambial vigente.

As simulações realizadas, a partir do modelo de identidades contábeis aqui apresentado, deixam evidente que uma trajetória diferente para a dívida pública e

as necessidades de financiamento seria atingida no cenário sem privatizações e ajustes patrimoniais, com as mesmas taxas de juros. O capítulo 4 enfatizou que, apesar de a privatização não conseguir conter o crescimento da relação dívida/PIB, sua ausência implicaria uma relação nove pontos percentuais superior em 2000. Esse resultado é eloqüente e vai de encontro aos argumentos contrários à privatização que afirmam que aquelas receitas são pouco significativas frente ao grande pagamento de juros. Mais importante, nesse caso, é fazer a análise comparativa dos quadros com e sem privatização, o que permite concluir que a situação das contas públicas estaria bem pior na sua ausência. Os *esqueletos*, entretanto, anularam completamente os efeitos positivos que as receitas de privatização poderiam ter sobre a redução da dívida pública.

Do ponto de vista normativo, recomenda-se maior resistência do governo no reconhecimento de dívidas antigas, estabelecendo-se critérios rígidos, visto que as pressões são numerosas, como tem noticiado a imprensa, inclusive do começo do século, sobre as dívidas. Não que se defenda o não-pagamento de dívidas públicas, mas sim conservadorismo e negociações intensas antes de reconhecê-las, dado que, segundo comentários, há ganhos fabulosos dos que lidam com alguns desses títulos no mercado, com efeitos negativos para toda a sociedade.

Além disso, como se sabe, é fundamental a obtenção de superávits primários expressivos e uma redução das taxas de juros – como já tem ocorrido – para que a trajetória da dívida pública se reduza ou, pelo menos, se estabilize.

---

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BACHA, E. O Fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro”. **Revista de Economia Política**. v. 14, n. 1, 1994.
- Boletim de Finanças Públicas: Brasília: IPEA, 1997** – (vários números).
- BUITER, W. H. *A guide to public sector debt and deficit*. **Economic Policy**, v. 1, n. 1, p. 13-79, Cambridge: Cambridge University Press and EHESC, nov. 1985.
- CARDOSO, E. *Virtual déficits and the Patinkin Effect*. **Staff papers**. v. 45, n. 4. Dec. 1998.
- GIAMBIAGI, F. **O ajuste fiscal de 1999/2000**. Mimeo. 38 p. ago 1997.
- GUISLAIN, P. **The privatization challenge: a strategic, legal, and institutional analysis of international experience**. World Bank Regional and sectoral studies. 1997.
- LIMA, E.C. P., **Empresas estatais, retorno de investimento e ajuste fiscal. A privatização é um bom negócio para o governo?** In: II Prêmio STN de Monografia. Brasília: STN, 1978.
- LIMA, E.C.P. Privatização e desempenho econômico: teoria e evidência empírica. Brasília: IPEA, dez. 1997. 38 p. (Texto para Discussão/IPEA, 532)
- MELLO, M. F. **Impactos fiscais da privatização**. ANPEC, 1994
- PLANE, P. *La privatisation dans le pays en développement: qu'avons-nous appris?* **Revue Française d'Economie**. v. 9, n. 2, 1994.
- TANZI, V. *Inflation, real tax revenue, and the case for inflationary finance: theory with application to Argentina*. **Staff papers**, International Monetary Fund, v. 25. N. 3, 1978.
- TREBAT, T. J. **Brazil's state owned enterprises: a case study of the state as entrepreneur**. Cambridge University Press. 1983.
- VELLOSO, R. **Balço da situação das contas públicas no pós-Real**. Trabalho apresentado no X Fórum Nacional. INAE/BNDES, Rio de Janeiro, maio de 1998.
- \_\_\_\_\_. **Como acelerar o ajuste fiscal**. Trabalho apresentado no IX Fórum Nacional. INAE. Brasília, 1997.
- VELLOSO, R. **Déficit Federal: evolução recente e perspectivas**. Brasília: 1997. mimeo.
- WERNECK, R. **Aspectos Macroeconômicos da Privatização no Brasil**. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 1989. (Textos para Discussão/PUC-RJ, 23)
-