

## ANÁLISE DOS EFEITOS DA PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL NO PERÍODO DE 1980-1990

Tatiana Figueiredo Breviglieri<sup>1</sup>

**RESUMO:** O presente artigo tem como objetivo central analisar se os efeitos trazidos pelo processo de privatização que ocorreu no Brasil na década de 1990 foram de curto ou de longo prazo. Para isso, a metodologia adotada foi o modelo de Giambiagi e Pinheiro (1992) para avaliar o efeito temporário e o efeito permanente corresponde ao valor presente do ajuste fiscal total, além da análise do comportamento das variáveis receita e investimento das empresas estatais durante a década de 1980 até o começo da década de 1990. A primeira parte da pesquisa concentra-se em uma análise da conjuntura econômica a partir da década de 1970, sendo apresentado o Programa nacional de Desestatização e os resultados das privatizações no Brasil, segundo a visão de autores que se dedicaram ao tema. Na sequência, é dada a explicação matemática do valor presente do ajuste fiscal e o estudo das variáveis receita e investimento com a avaliação do ágio atribuído na venda das estatais. A partir dos dados analisados, a presente pesquisa indica que o processo de privatização no Brasil não obteve um efeito permanente, de longo prazo. Os resultados sugerem que o efeito da privatização no país foi apenas temporário.

**PALAVRAS-CHAVE:** Privatização; ajuste fiscal; receita e investimento.

### INTRODUÇÃO

As decisões econômicas tomadas no passado refletem-se no estado atual da economia de um país. No Brasil, a onda de privatizações dos anos 1990 pode ser considerada como exemplo de tais decisões pelos impactos causados ao longo do tempo na economia. As privatizações começam a se destacar na economia brasileira na década de 1980, contudo, é na década de 1990 que o país ingressa profundamente em sua mais intensa fase de privatizações.

A questão da dívida pública foi um importante aspecto para a defesa da privatização. Na época, os grandes déficits – fiscal e em conta corrente – exerceram funções essenciais, posto que contribuíram para ampliar e acelerar o processo de privatização. O objetivo dessa pesquisa é analisar, a partir dos indicadores renda e

---

<sup>1</sup> Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Ciências e Letras, Araraquara –SP –Brasil. Doutorado do Programa de Pós-Graduação em Economia. [tatiana.breviglieri@hotmail.com](mailto:tatiana.breviglieri@hotmail.com).

investimento, se houve efeitos predominantes de curto – efeito temporário – ou de longo prazo – efeito permanente – do processo de privatização no país.

No Brasil faltam análises mais conclusivas a respeito do papel exercido pelas privatizações. O tema do presente estudo justifica-se pela necessidade de se alcançar um melhor entendimento de seus efeitos no país para a melhoria das contas públicas. Soma-se a isso que, por ser um instrumento de apoio à política fiscal, considera-se a relevância do tema no atual momento de crise fiscal que atravessa o país. Então, o melhor entendimento dos efeitos trazidos pela privatização possibilitará a formação de argumentos em favor ou contrários às novas iniciativas de políticas que buscam retomar algumas privatizações no Brasil.

Nessa direção, a análise das condições das empresas estatais nos anos que antecederam a mais intensa época de privatização no Brasil é de grande importância para entender como se deram as privatizações. Outro fator importante para análises conclusivas sobre os efeitos da privatização trata-se do preço de venda dessas empresas. Dessa maneira, consegue-se desenhar um conjunto de fatores que levam a entender os resultados que a privatização trouxe para o país. A metodologia adotada para alcançar esses objetivos é a mesma utilizada por Giambiagi e Pinheiro (1992) para a análise da soma do efeito temporário e do efeito permanente corresponde ao valor presente do ajuste fiscal total. Além disso, será avaliado o comportamento das variáveis: “receita” e “investimento” das empresas estatais durante a década de 1980 até o começo da década de 1990.

Além dessa introdução, o artigo está estruturado da seguinte forma: será apresentada na próxima seção a conjuntura econômica do Brasil no período de 1970 a 1990, jogando luz sobre o debate em torno da privatização. Em seguida, será apresentado o Programa Nacional de Desestatização (PND) e suas contribuições para o ajuste fiscal. A seção seguinte tratará sobre a discussão em relação ao resultado das privatizações no Brasil e os efeitos dessas na dívida pública. Depois, a próxima seção se dedicará a apresentar os efeitos do ajuste fiscal decorrente do processo de privatização brasileiro. Na sequência, será apresentada a análise da receita e do investimento no caminho para a privatização, seguida da próxima seção, que se dedicará a realizar a análise do ágio atribuído para as empresas. Por fim, estarão dispostas as considerações finais.

## CONJUNTURA ECONÔMICA DO BRASIL (1970-1990): DEBATE SOBRE A PRIVATIZAÇÃO

No Brasil, de acordo com Pinheiro e Giambiagi (2000), o primeiro motivo para a privatização foi o fraco desempenho econômico.

Pode-se considerar que o processo de diminuição da participação do Estado no Brasil remonta a 1974, quando o ex-ministro da Fazenda Eugênio Gudin, um conhecido liberal (...) observou: “Vivemos, em princípio, num sistema capitalista. Mas o capitalismo brasileiro é mais controlado pelo Estado do que o de qualquer outro país, com exceção dos regimes comunistas.” (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 2000, p. 16).

Com a chegada dos anos 1980, o cenário econômico estava se deteriorando. O PIB *per capita* subiu apenas 0,3%, o déficit público atingiu em média 5,1% do PIB, a inflação chegou a níveis exorbitantes de 1.783% – mantida por um grande déficit público – e os investimentos caíram de 21% para 17,1% do PIB, tudo isso no período de 1981/89, como apontam os autores Giambiagi e Pinheiro (2000). Vale ressaltar que o choque do petróleo e o aumento das taxas de juros internacionais contribuíram para essa conjuntura, bem como a moratória do México, em 1982, que representou um divisor de águas na medida em que houve o rompimento do financiamento dos déficits nas contas-correntes no país.

O papel das empresas estatais nesse período foi de grande importância. Na tentativa de alcançar objetivos macroeconômicos, as estatais foram usadas como instrumentos de política macroeconômica. No início da década de 1980, tais empresas foram obrigadas a adquirir empréstimos estrangeiros para auxiliar no financiamento do déficit em conta corrente do país. A maxidesvalorização de 1983 agravou o quadro, uma vez que os preços dos bens e serviços dessas empresas sofreram forte compressão, culminando assim na redução dos investimentos nas estatais, como explicam os autores:

A utilização das [empresas estatais] EEs como instrumento da política macroeconômica contribuiu para a deterioração da administração dessas empresas (...) e prejudicou grandemente a qualidade de sua produção. (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 2000, p.19).

Para Nunes (1997), as empresas estatais sacrificaram seus objetivos comerciais para funcionar como mecanismo de política social, pois precisavam buscar um duplo objetivo: lucro e políticas de estabilização. A questão do ajuste fiscal através do abatimento da dívida pública através da venda de estatais divergiu entre teóricos.

Como o capital da União investido nas empresas estatais rende 1,08% a.a., a privatização pode ter um significativo impacto fiscal se este patrimônio for vendido e usado para abater a dívida pública, sobre a qual o governo paga juros anuais na faixa de 20% a 25% (...). (CAMPOS, 1995 *apud* NUNES, 1997, p.54).

Outro fator importante para entender o cenário da privatização que ocorreu no país é a participação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Muitas das empresas estatais eram subsidiárias do referido Banco, e, dessa forma, a instituição acabou se tornando acionista dessas empresas, que continuaram a apresentar prejuízos. Assim, parte dos recursos financeiros e humanos do BNDES foi utilizada para gerir tais empresas.

Com a posse de Fernando Collor de Mello para presidente, em 1990, foi instituído o Programa Nacional de Desestatização pela Lei 8.031, com o objetivo de gerenciar as privatizações em vários âmbitos. Também foi criada a Comissão da Privatização, que supervisionava o referido Programa e tomava decisões sobre as principais questões. “O BNDES foi incumbido das tarefas de administração do [Programa Nacional de Desestatização] PND no dia a dia e da implementação das diretrizes determinadas pela Comissão de Privatização” (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 2000, p. 21).

Contudo, foi com a entrada do governo de Fernando Henrique Cardoso que se deu início a chamada terceira fase de privatizações que, de acordo com Giambiagi e Pinheiro (2000) foi a fase mais longa, difícil e importante na história das privatizações no país. Nesse período ocorreu uma mudança nos papéis dos setores público e privado na economia: houve a ampliação do alcance das privatizações para estados e municípios além da implementação da Lei das Concessões, em 1995, que concedia ao setor privado os direitos de exploração dos serviços públicos. Ressalta-se, nessa fase, a privatização de setores de telecomunicações, energia elétrica e transportes.

Nesse cenário, deve-se destacar o fato de que as privatizações foram importantes para a realização do Plano Real, bem como o Plano real foi importante para o cumprimento das privatizações, na medida em que houve a estabilização dos preços devido a apreciação da taxa cambial. Todavia, a crise mexicana de 1995, como apontam Giambiagi e Pinheiro (2000) foi a responsável pela mudança na conjuntura da economia: houve elevação das taxas de juros e desvalorização de 5,2% do real. Nesse novo cenário, procurava-se limitar a demanda interna e assegurar o superávit da conta de capitais. O uso das altas taxas de juros foi um fio condutor da política econômica dos anos 1990, como mostram os autores. Tratou-se praticamente do único instrumento para administrar a demanda agregada. Contudo, nessa conjuntura de queda da inflação e juros altos, houve o aumento da dívida pública:

Com a estabilidade de preços e as altas taxas de juros houve uma deterioração das contas fiscais, o que levou a um substancial aumento da dívida pública e pressionou ainda mais as taxas de juros. Assim, o déficit fiscal subiu para 5% do PIB em 1995 e atingiu 7,8% do PIB em 1998. A dívida do setor público também apresentou marcante elevação, passando de 26% do PIB em 1994 para perto de 38% do PIB em 1998. (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 2000, p.28).

O déficit público não foi contido devido ao fato do consumo e do investimento privado não terem diminuído, mesmo com as altas taxas de juros. Assim, houve aumento considerável do déficit em conta corrente – chegando a 5,5% do PIB no final 1997. Com um novo aumento das taxas de juros, em virtude da crise asiática, houve contração da economia, mas sem refletir substancialmente na conta corrente, que, segundo Giambiagi e Pinheiro (2000) registrou um déficit de 4,5% do PIB em 1998. Tais grandes déficits, fiscal e em conta corrente, exerceram funções essenciais para o processo de privatização, ampliando-o e acelerando-o.

Verificando o papel da privatização para o abatimento da dívida pública, Carvalho (2001) explica que a privatização deve ser tratada como uma operação de financiamento, equivalente a emissão de títulos públicos, e não como uma receita corrente, pois recursos que advém da privatização compõem as receitas de capital:

A política de privatização deveria ser tratada tal como a colocação de dívida pública: a contrapartida do pagamento em moeda nacional recebido hoje é uma receita líquida menos para financiar os gastos

amanhã, depois de descontados a perda de rendimentos, no caso da privatização, ou o serviço da dívida, no caso dos títulos públicos. (MANSOOR, 1987 *apud* CARVALHO, 2001, p.8).

Para solucionar os desequilíbrios da economia, tais como os déficits fiscal e em conta corrente, a privatização, para seus defensores, era vista como uma folga, uma estabilidade para saná-los, através de políticas de reformas estruturais. Contudo, as medidas deveriam ser tomadas em pouco tempo, visto que os recursos poderiam se esgotar, como observam Giambiagi e Pinheiro (2000). Para que os desequilíbrios fossem suprimidos quando as receitas das privatizações acabassem, o governo pretendia desvalorizar gradativamente a taxa de câmbio e diminuir gradualmente o déficit público.

### **O PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO E OS RESULTADOS DA PRIVATIZAÇÃO: OBJETIVOS DO PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO E CONTRIBUIÇÕES PARA O AJUSTE FISCAL**

O Programa Nacional de Desestatização, criado em 1990 para regulamentação do processo de privatização no Brasil, estabeleceu normas rígidas e procedimentos detalhados a serem seguidos em todas as privatizações no país. Alguns dos objetivos do programa citados por Silva (1997) são: contribuição para reestruturação econômica do setor público com a redução da dívida pública; contribuição para a reestruturação do setor privado com a modernização da infraestrutura e do parque industrial do país e o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização de propriedade do capital das empresas que integram o Programa Nacional de Desestatização.

O programa abrangia três agentes fundamentais para seu funcionamento: o conselho Nacional de Desestatização, o Órgão Gestor e as consultorias contratadas através de licitação pública.

O conselho representa uma autoridade superior, subordinada ao presidente da República e responsável pelas tomadas de decisões. Suas principais funções são: aprovar o modelo de privatização, bem como ajustes ou saneamento financeiro antes da venda dos ativos, fornecer linhas gerais de regulamentos para o programa, além de



publicar um relatório anual com os resultados no âmbito do [Programa Nacional de Desestatização] PND (SILVA, 1997, p. 10).

O Órgão Gestor do programa era o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Tal a gente era incumbido das seguintes tarefas: “organizar, administrar e executar as operações necessárias a serem realizadas para as vendas das estatais” (SILVA, 1997, p. 10). Era dessa instituição que o Conselho retirava as informações necessárias para o seu trabalho.

As empresas de consultoria compõem o terceiro agente. Tratava-se de uma equipe constituída de consultores privados e auditores independentes. Silva (1997) explica que eram contratadas consultorias para a avaliação da empresa que seria alienada em relação ao seu modelo e seu valor econômico. Se houvesse divergência do valor encontrado em mais de 20% das consultorias, o Conselho deveria buscar outra avaliação para esclarecimento.

O papel das moedas de privatização no Programa Nacional de Desestatização foi muito importante. As moedas de privatização – também conhecidas como moedas podres – eram diversos títulos públicos com características particulares, que, segundo Giambiagi e Pinheiro (2000) tratava-se de títulos principalmente da dívida não paga do governo. Tais títulos eram papéis de baixo custo de carregamento para o Tesouro, conforme explica Silva (1997), fato que prejudicava o abatimento da dívida pública:

Estas moedas são aceitas, ao par com a moeda corrente nacional, isto é, cada uma é cotada pelo seu valor de face, independentemente do seu fluxo financeiro (juros, prazo de vencimento, carência etc.). Para tanto, a Secretaria do Tesouro Nacional – STN, divulgará mensalmente no DOU, e nos terminais da Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos – CETIP, o preço unitário de cada papel. (SILVA, 1997, p. 12).

Tendo em vista a estrutura do Programa Nacional de Desestatização apresentada, vale ressaltar agora seus propósitos e expectativas da época. Segundo Giambiagi e Pinheiro (2000), o cenário da economia com o Governo Collor era muito instável. A medida drástica tomada pelo governo foi o congelamento dos ativos financeiros da economia para conter o alto índice de liquidez da dívida pública. O

governo pretendia devolver essa poupança incentivando a população a comprar ações das empresas estatais em processo de privatização.

Dessa maneira, segundo os autores, em 1990, o Programa Nacional de Desestatização foi lançado pelo governo com a expectativa de privatizar rapidamente as grandes empresas. A meta era atingir U\$ 9 bilhões em privatizações até o mês de maio, porém esse objetivo não foi atingido e a relação entre o programa e a privatização de fato apresentava-se prejudicada. A má situação financeira das empresas em processo de privatização levava a necessidade de renegociação de acordos. Isso era um dos aspectos que prejudicava o sucesso do Programa Nacional de Desestatização, entre outros:

A privatização através do [Programa Nacional de Desestatização] PND mostrou ser muito mais difícil do que se previa a princípio. As muitas salvaguardas da Lei 8031 para impedir as falcatruas no PND e assegurar sua transparência (...) faziam com que cada venda levasse meses. (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 2000, p. 23).

No Governo Itamar Franco, o Programa Nacional de Desestatização passou por rigoroso exame, de acordo com Giambiagi e Pinheiro (2000). O então presidente deu continuidade ao Programa fazendo alterações importantes que favoreciam o processo de privatização. Uma delas foi a alteração da lei que regia o Programa Nacional de Desestatização, com a finalidade de permitir maior crescimento da participação estrangeira na privatização no país. Juntamente a isso, o cenário econômico mais favorável – estabilidade dos preços com o Plano Real e redução das taxas de juros – alavancava o processo de privatização. “No final, o [Programa Nacional de Desestatização] PND privatizou mais empresas e arrecadou mais receita no governo Itamar Franco do que na administração anterior” (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 2000, p. 25).

A privatização passou a ser uma reforma com ampla sustentação política num momento de grande oferta mundial de dinheiro. Giambiagi e Pinheiro (2000) afirmam que o Programa Nacional de Desestatização revelou alta ampliação da abrangência do processo de privatização no país – sua primeira venda gerou mais receita que todas as privatizações anteriores. Esperava-se ganho fiscal permanente já nesse governo, com a utilização das receitas advindas da privatização para abatimento da dívida pública, porém, o Programa Nacional de Desestatização ainda apresentava



pequenas dimensões, de acordo com Giambiagi e Pinheiro (2000), portanto, seu ganho fiscal nessa época também foi pequeno.

A partir do governo Fernando Henrique que se dá início a grande expansão do alcance das privatizações:

O [Programa Nacional de Desestatização] PND em si foi mantido quase intacto, porém foram efetuadas outras mudanças importantes no contexto legal e institucional após a promulgação da Lei das Concessões, em fevereiro de 1995, e as emendas constitucionais aprovadas mais tarde naquele mesmo ano. (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 2000, p. 30).

A abrangência do processo de privatização cresceu com a criação dos programas de privatização em âmbito estadual e com a extensão do Programa Nacional de Desestatização para novos setores, segundo os autores. O processo de privatização ganhou tanta proporção que houve privatizações que não passavam pelo referido Programa, eram decididas e executadas diretamente por ministros dos setores. Foi o caso das estradas e das telecomunicações.

Na segunda metade da década de 1990, a privatização passou a atrair grande influxo de investimento externo direto. O resultado indireto do estímulo a entrada de capitais foi mais importante do que no período anterior a 1994, devido à necessidade de financiar um grande déficit em conta corrente, como explicam Giambiagi e Pinheiro (2000).

Dessa maneira, a privatização era vista na época como fonte de credibilidade nas administrações dos governos, com expectativas de equilíbrio das contas públicas. Em suma, nota-se que o processo de privatização foi se modificando com o passar dos anos do Programa Nacional de Desestatização: “de certa forma, a privatização acabou criando uma lógica própria, além de seus objetivos iniciais” (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 2000, p. 35).

## **DISCUSSÃO SOBRE O RESULTADO DAS PRIVATIZAÇÕES NO BRASIL E OS EFEITOS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA**

Para Giambiagi e Pinheiro (2000) é a partir de 1996 que a privatização brasileira começa a surtir grande efeito. Os autores afirmam que se tratou de um importante

recurso para controle da dívida pública: “Com receitas anuais de cerca de US\$30 bilhões em 1997/98, a privatização passou a ser um poderoso instrumento para conter a expansão da dívida pública e ajudar a cobrir o déficit em conta externa” (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 2000, p.39). Porém, como será analisado adiante, o efeito da privatização foi temporário, e não permanente.

Matos Filho e Oliveira (1996) defendem a privatização como principal fonte de recursos não-inflacionários para financiamento do déficit público. Os autores argumentam que a privatização é uma fonte de ganhos que são adicionados a receitas correntes do país, melhorando as contas públicas. Segundo os autores, a alienação de ativos públicos reduz as NFSP em duas medidas: há redução da emissão de moeda e títulos para financiamento de gastos correntes, e há redução da dívida pública – na medida em que ocorre a troca de títulos públicos por ações das empresas privatizadas. Os autores defendem a ideia de que havia barreiras a serem vencidas para o pleno aproveitamento da privatização, tais como a regulação da economia brasileira, além do mais, para os autores, o Programa de Desestatização Nacional necessitava avançar com maior velocidade.

Nesse sentido, Nunes (1997) ressalta que um dos objetivos esperados com o Programa Nacional de Desestatização era retomada dos investimentos proporcionados, agora pelas empresas privatizadas, destacando que o maior propulsor de crescimento econômico de um país corresponde ao seu nível de investimentos. O autor observa que nos últimos anos da década de 1990, as empresas estatais tornaram-se mais lucrativas na medida em que recebiam ameaças de privatização. As empresas tornaram-se mais eficientes e, com isso, aumentaram sua lucratividade e pagavam mais dividendos ao Estado.

Os resultados do [Programa Nacional de Desestatização] PND, quando comparados com os dos programas de privatização de outros da América Latina, parecem, à primeira vista, bastante modestos. Entretanto, uma comparação mais cuidadosa revela que o PND é, entre eles, o de maior relevância no que tange à intervenção no setor industrial, pois foi o programa que arrecadou maior volume de recursos com a alienação de participação estatal em empresas industriais (US\$ 3,6 bilhões). (NUNES, 1997, p. 55).

Nunes (1997) afirma que o efeito privatizante do Estado nos anos 1990 é positivo na medida em que as receitas advindas são utilizadas para abater a dívida pública, e, com o aumento da eficiência das empresas – conclusão de seu estudo – a arrecadação do Estado cresce decorrente ao aumento da arrecadação tributária proporcionada por essas empresas.

Contudo, autores como Hemming e Mansoor (1988), mostram fatores negativos ligados a privatização. Esses autores explicam que a privatização não é eficaz para reduzir o déficit público, na medida em que acontece apenas a troca de um ativo menos líquido para um ativo mais líquido, sem ganho fiscal direto. Com a venda das estatais, se consegue recursos no presente momento, mas no futuro, os recursos do Estado são reduzidos, já que foram reduzidos os rendimentos.

Em relação a isso, Nunes (1997) também apresenta críticas à privatização para se conseguir o ajuste fiscal, com o seguinte argumento:

Tal como tem ocorrido em outros países, a privatização tem sido erroneamente vista no Brasil como uma maneira de reduzir o déficit do governo – e, conseqüentemente, de alterar sua postura fiscal – no montante equivalente ao resultado da venda de ativos. Já que a venda de ativos não acarreta mudanças no patrimônio líquido do governo, não há qualquer impacto fiscal, ainda que certamente o governo se veja com maior liquidez. (NUNES, 1997, p. 55).

Mais um argumento que leva a contestação do ajuste fiscal através da privatização é o fato de que depois que os ganhos com as privatizações são utilizados para liquidar a dívida pública, novos déficits surgem, portanto, é uma iniciativa sem resultados significativos. A experiência argentina citada por Nunes (1997) é um bom exemplo:

Apesar de ter aumentado a competitividade externa e elevado a produtividade a nível interno, e embora o programa de privatização esteja na sua fase final, novos déficits fiscais voltaram a ser gerados e o endividamento atinge seu nível semelhante ao que antecedeu a privatização no país. (NUNES, 1997, p. 56).

## **O PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO E SUAS CONSEQUÊNCIAS: OS EFEITOS DO AJUSTE FISCAL**

Para ilustrar de forma algébrica a redução da dívida pública com a privatização, será analisado o trabalho de Giambiagi e Pinheiro (1992). Os autores estudaram de que forma se deu o ajuste fiscal nas condições da época. Giambiagi e Pinheiro (1992) mostram duas formas nas quais a privatização colabora para o ajuste fiscal: de um lado, a privatização traz um efeito temporário, de outro, um efeito permanente.

Os autores explicam que o efeito temporário se dá no sentido de que a venda de ativos imobilizados gera uma receita de capital que pode complementar as receitas correntes e reduzir temporariamente o déficit nas contas públicas, durante o processo de privatização. Trata-se de um efeito de curto prazo. Assim sendo, o déficit não se reduz para a melhora permanente das contas públicas, acontece apenas uma redução temporária e o ajuste fiscal não se consolida. Já efeito permanente, segundo os autores, se dá caso o processo de privatização culmine em uma reestruturação de atividades ou de ativos e passivos do setor público. Dessa forma, quando finalizado o processo de privatização, haverá uma redução significativa no déficit público ou um aumento significativo no superávit.

A soma do efeito temporário e do efeito permanente corresponde ao valor presente do ajuste fiscal total):

$$VP - VP^* = \{(1 + \beta)[A_0 - A_0^*](1 - \alpha)\} + \{\sum (1 + \delta)^{-t}\} \quad (1)$$

Podemos separar a equação em duas partes, nas quais a primeira parte da equação,  $\{(1 + \beta)[A_0 - A_0^*](1 - \alpha)\}$ , representa o efeito temporário, enquanto a segunda parte,  $\{\sum (1 + \delta)^{-t}\}$ , refere-se ao efeito permanente.

Sendo assim,  $\beta$  reflete o possível ágio com que a empresa pode ser vendida (preço de venda > preço mínimo);  $A_0$  representa o valor dos ativos do governo;  $\alpha$  é parcela dos recursos arrecadados com a privatização utilizada para abater a dívida pública;  $s$  representa a taxa de retorno sobre o ativo;  $I_t$  é o investimento agregado;  $i$  representa a taxa de juros média paga sobre a dívida;  $D$  é a dívida do setor público;  $\delta$  é o fator de desconto para se determinar o valor presente do ajuste fiscal. Esse fator reflete a urgência do ajuste diante das condições macroeconômicas como: inflação, déficit, baixo crescimento etc. O asterisco representa o valor da variável em caso de privatização, no mesmo período ao qual se refere a variável sem asterisco.

Vale ressaltar uma análise minuciosa das variáveis para melhor entendimento do efeito da equação. Giambiagi e Pinheiro (1992) explicam que “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 ( $t = 0$ ) e os períodos seguintes ( $t = 1, 2 \dots$ )” (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 1992, p. 9). Consideremos o primeiro termo (temporário) como representando o impacto das vendas quando ocorrem as privatizações. E o segundo, nos momentos seguintes.

Nessa direção, os autores explicam que  $\beta$  representa a possibilidade de a empresa ser vendida com ágio caso essa possa se tornar mais eficiente, se o seu valor econômico for maior para um empresário privado do que para o Estado. Funciona da seguinte maneira: se a empresa privatizada ficar mais rentável, isso significa que o valor para o investidor será maior do que para o Estado, então:  $\beta > 0$ . Em outras palavras, se o investidor considerar o valor da empresa acima do valor que o governo considerar, ele pagará um “prêmio” ao governo. Se não, há deságio. A variável  $\alpha$  representa a parcela da receita advinda da privatização para abatimento da dívida e a variável  $A$  representa o valor dos ativos. Sendo assim, o ajuste, para ser permanente, dependeria de uma parcela dos recursos da venda direcionar-se ao pagamento das dívidas, então:  $\alpha > 0$ .

Analisando o efeito permanente, Giambiagi e Pinheiro (1992) mostram que o termo:  $s A_{t-1} - sA_{t-1}$  representa a perda de receita com a venda da empresa e o termo:  $iD_{t-1} - i D_{t-1}$  reflete o efeito do gasto da receita da privatização com os juros da dívida pública. A importância do fator desconto ( $\delta$ ) é justificada pelos autores pelo motivo de que um superávit presente valia mais do que um superávit futuro devido a intensa busca pela estabilização da economia – tendo em vista o cenário econômico da época.

Em relação ao Investimento, os autores explicam que o termo  $I$  representa o investimento mínimo compatível com a meta de crescimento macroeconômica. Nesse sentido, vale destacar que o ganho fiscal é medido em relação ao déficit “potencial” do setor público, o que significa que se deve somar ao déficit observado os gastos públicos não realizados, os quais o setor público arcaria em condições “normais” como explicam Giambiagi e Pinheiro (1992). Portanto, as despesas com investimentos nas empresas estatais possuem uma meta de crescimento macroeconômico a ser

atingida. Em outras palavras, o investidor precisa analisar se vale a pena superar o investimento que o governo faria para manter a empresa competitiva no mercado. Dessa maneira os autores explicam que  $I_t - I_t$  representa “a transferência para o setor privado do investimento necessário a manter a competitividade da empresa vendida” (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 1992, p. 11).

Em suma, a somatória do segundo componente – efeito permanente da equação – se dá pela perda de receitas de vendas da empresa privatizada; pela transferência ao setor privado do investimento necessário para manter a empresa competitiva e pelo efeito sobre as despesas de juros que se obteve com as receitas de privatização.

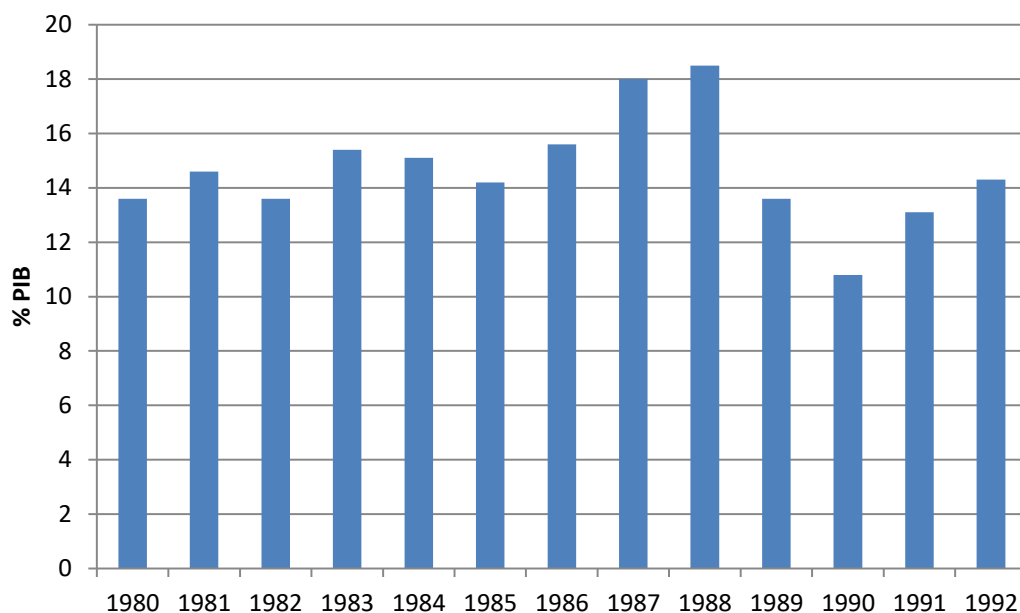
Assim sendo, para uma análise sobre os efeitos da privatização, será estudado o comportamento das receitas e do investimento das empresas estatais no período de 1980 a 1992. A finalidade dessa análise é concluir se o resultado do processo de privatização no Brasil culminou em um efeito permanente ou resultou apenas em um efeito temporário. A análise e explicações sobre o comportamento apresentado dessas variáveis e suas interferências nos efeitos permanente e temporário da privatização serão feitas a seguir.

## **ANÁLISE DA RECEITA E DO INVESTIMENTO NO CAMINHO PARA A PRIVATIZAÇÃO**

Tendo em vista o modelo visto na seção anterior, referente ao efeito temporário e permanente do ajuste fiscal, agora será analisado o comportamento das variáveis: “receita” e “investimento” nas empresas estatais. Dessa forma, procura-se responder até que ponto a evolução delas condicionou os resultados do processo de privatização no Brasil. A partir da análise da trajetória das variáveis “receita” e “investimento” na década de 1980 até o início da década de 1990, pode-se traçar um caminho que leva a verificação do efeito que a privatização surtiu no país.

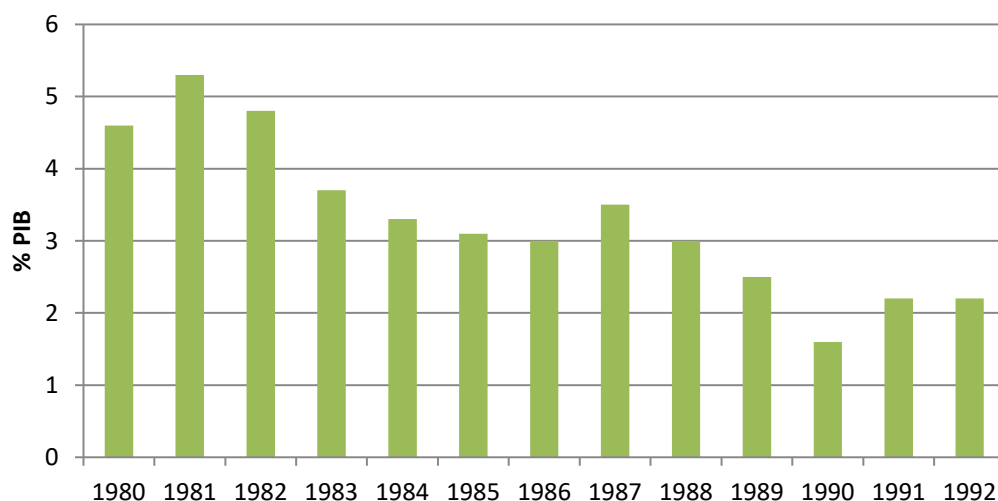
**Gráfico 1** - Trajetória das Receitas das Estatais em Relação a Porcentagem do PIB





Fonte: Pinheiro e Schneider (1994, p. 37).

**Gráfico 2 - Trajetória do Investimento Realizado nas Estatais em Relação a Porcentagem do PIB**



Fonte: Pinheiro e Schneider (1994, p. 37).

Nota-se que a partir de 1990, – período no qual se inicia a maior e mais intensa década de privatizações no país – as receitas advindas das empresas estatais sofreram redução, bem como o investimento realizado nelas. No ano de 1988 o nível de receitas atinge seu máximo, seguido por uma queda no ano posterior, e a partir de

então não há recuperação das receitas. Dessa forma, nota-se o comportamento desfavorável dessa variável, devido a uma queda nível de investimentos de 4,9% no primeiro ano da década de 1990 em relação ao ano de 1988, onde, como já observado, as receitas foram as maiores da década de 1980. Isso significa que a atribuição de valor para as empresas estatais que os investidores do setor privado estariam dispostos a pagar, sofreria impactos negativos. Em outras palavras, a queda das receitas provenientes das empresas estatais contribuiria para uma redução do ágio no qual essas empresas poderiam ser vendidas, como será analisado no próximo item.

Nesse sentido, com a queda das receitas, defende-se a privatização pelo baixo retorno obtido pelas empresas estatais. Além disso, o baixo retorno esperado também era um argumento que favorecia a privatização. Em contrapartida, ocorre que, quando há a privatização, há, conseqüentemente, a redução de rendimentos futuros para o governo, fato que leva a diminuição dos recursos do Estado. Porém, em relação a isso, a defesa da privatização se dá pelo argumento de que, mesmo com a diminuição dos rendimentos futuros do Estado, as empresas privatizadas passam a pagar impostos, e quando há o aumento de eficiência das empresas privatizadas, essas passam a pagar mais impostos ainda, elevando, assim, a receita tributária do Estado.

No caso dos investimentos, o Gráfico 2 mostra de forma nítida que até meados da década de 1980 havia um comportamento muito mais instável quando comparado com as receitas. Tal instabilidade decorreu de políticas advindas desde os anos 1970. Entre elas: o controle de tarifas e preços públicos como forma de reduzir a pressão inflacionária, os gastos decorrentes dos investimentos advindos desde o 2º Plano Nacional de Desenvolvimento e os montantes expressivos de financiamento externo acabaram por retirar a capacidade de autofinanciamento das estatais. Somados os efeitos do ajuste recessivo do início da década reduziu-se também a capacidade de investimento. De 1981 até 1986 houve quedas sucessivas. Após 1987 tais quedas passam a ser muito mais acentuadas.

Do ponto de vista do modelo explicado anteriormente, no início dos anos 1990 tal evolução negativa resultou no nível mais baixo da série. Isso significa que, situados nestes níveis, a aquisição dessas empresas pelo setor privado implicaria que os investidores deveriam realizar montantes mais elevados de gastos a fim de recuperar a capacidade competitiva de tais empresas. Este fator associado à queda das

receitas, também pode ser apontado como mais uma das causas que contribuiria para diminuição do ágio.

Em relação a isso, Nunes (1997) aponta que ao mesmo tempo de queda do investimento nas estatais, houve também aumento do gasto com pessoal, fato que corroborou para o agravamento das contas públicas, favorecendo a privatização. Nesse cenário, o Estado Brasileiro apresentava-se sem recursos para financiar as estatais estratégicas e devido a isso, deveria passar tal responsabilidade para o setor privado. Uma das bases para essa defesa de privatização é o fato de que a subutilização da infraestrutura e de ativos existentes representava um custo de oportunidade dispendioso para o Estado que poderia ser solucionado com a alienação desses ativos.

O baixo nível de investimentos levanta um aspecto importante enquanto argumento favorável à privatização: é o fato de que a privatização é responsável por atrair os investimentos no país, e, os investimentos, por sua vez, aumentam com o processo de privatização. Tal processo poderia caracterizar-se em um novo justificando-se, assim, que a privatização poderia ser um dos pressupostos para um novo modelo de crescimento da economia.

O capital que interessa é o investimento direto, que cria raízes no país. Esse capital foi na medida das oportunidades que lhe são oferecidas. E a privatização é a maneira eficaz de criar tais oportunidades (SIMONSEN, 1995 *apud* NUNES, 1997, p. 19).

Um exemplo significativo de queda no investimento é a Companhia Vale do Rio Doce. Nunes (1997) explica que o nível de investimentos realizados na empresa, quando estatal, foi muito inferior ao nível de investimentos na empresa já privatizada devido ao fato que os cortes do orçamento impediam que a empresa explorasse ao máximo seu potencial, fato que contribuiria para a redução da competitividade internacional da empresa.

Em relação ao ajuste fiscal, considera-se que a retomada do investimento pode trazer um efeito indireto da diminuição da dívida pública. Sobre isso, pode haver redução da relação da dívida pública sobre o PIB na medida em que o crescimento do investimento nas empresas privatizadas aumente a competitividade das empresas e contribua para financiar o investimento.

Para a análise do investimento ligado a modernização do parque industrial do país, com a ampliação da competitividade, alcançado através da privatização, Giambiagi e Pinheiro (1992) explicam que há problemas. Um dos problemas é o fato de que a retomada dos investimentos depende da estabilidade econômica, que, no período analisado, até 1992, não existia. Outro fato que, para os autores, não justificaria a privatização para esse objetivo é que a competitividade e a eficiência podem ser atingidas “por uma boa administração e a definição de objetivos das empresas estatais, como vêm mostrando os resultados dessas empresas no último ano” (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 1992, p. 54).

Tendo essa análise em vista, é possível concluir que a diminuição das receitas e investimentos contribuiu para o processo de privatização dos anos 1990. No item a seguir a análise se concentrará no valor atribuído para as empresas estatais. Através do ágio será feita a análise dos efeitos permanente e temporário da privatização.

### **ANÁLISE DO ÁGIO ATRIBUÍDO PARA AS EMPRESAS**

Uma das mais incisivas críticas do período de maior privatização do país é sobre o valor atribuído para a venda das empresas estatais. A crítica consolida-se no fato de que os valores atribuídos estavam abaixo do necessário para o Estado. Um dos parâmetros de referência para esses valores, como explicam Giambiagi e Pinheiro (1992) trata-se da quantia acumulada de investimentos já feitos pelo setor público na empresa que está a ser vendida. Contudo, os autores ressaltam que o valor da empresa depende dos lucros líquidos futuros que o investidor espera alcançar com a compra, o que não necessariamente condiz com o investimento passado que ela recebeu.

É necessário esclarecer a importância do ágio para essa análise. Conforme explicado no anteriormente, o ágio representa o prêmio pago na compra de uma empresa no caso dessa apresentar vantajosa para o setor privado. Para tal, leva-se em conta a eficiência, a lucratividade e os investimentos nela realizados. Em outras palavras, a rentabilidade da empresa é um fator determinante. Se a empresa apresentar uma alta rentabilidade, o valor atribuído pelo setor privado para empresa, possivelmente será maior do que o valor atribuído pelo Estado, o que representa o ágio.

Quando uma empresa estava para ser privatizada, era fixado um valor mínimo, para venda dessa empresa. Essas empresas iam a leilões e, o valor que era oferecido pelos investidores, maiores que o valor mínimo atribuído, significava o ágio. O valor de leilão, no caso, era o valor no qual a empresa era realmente vendida. Portanto, a diferença entre o valor mínimo atribuído para a empresa e o quanto foi pago – que é o valor de leilão – é chamada de ágio.

A crítica se baseia no argumento de que o preço de venda das empresas que foram leiloadas muito se aproximou – quando não se igualou – ao preço mínimo oferecido por elas. Isso significa que os ágios recebidos pelas empresas, conforme mostra a análise da Tabela 1 foram muito reduzidos, fato que não contribuiu para um efeito permanente da privatização. Das 21 empresas analisadas, 14 não obtiveram ágio algum, isso significa que foi pago o mínimo ofertado por essas empresas.

Vale ressaltar aqui, conforme explicado por Giambiagi e Pinheiro (1992), que o caso brasileiro de privatização se diferenciou de outros casos internacionais. No caso brasileiro, o preço de venda não foi fixado pelo governo, agente esse, que ficou com um papel secundário. O governo definia preço mínimo de venda, mas que poderia ser ultrapassado, já que “o preço final é obtido em leilão e, portanto, determinado pelo mercado” (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 1992, p. 43).

Para a atribuição do preço para as empresas estatais Carvalho (2001) explica que eram feitas operações de saneamento financeiro num procedimento operacional antes da empresa entrar a venda, tal procedimento era chamado de “ajustes prévios”. Esses ajustes eram elaborados pela Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização com a finalidade de atrair os investidores e, em muitos casos, em que as empresas estavam deterioradas, tornar possível a privatização. Tratava-se da reorganização financeira da empresa, capitalização da empresa, negociação de acordos que restringiam a venda entre outros.

A análise feita na Tabela 2 abaixo permite avaliar a diferença entre o valor que foi pago pelas empresas – o valor de leilão – e o valor mínimo definido pelo governo. Através dela torna-se possível afirmar que diferenças maiores entre o valor ofertado em leilão e o valor mínimo representam um ágio maior e, vice-versa.

**Tabela 1 - Ágio Atribuído na Venda das Estatais**

Empresa	Valor de leilão	Valor mínimo ofertado	Ágio
Usiminas	1112,4	973,5	14%
Celma	90,7	72,5	25%
Mafersa	48,4	18,5	162%
Cosinor	13,7	12	14%
Snbp	12	7,8	54%
Indag	6,8	6,8	0%
Piratini	106,2	42	153%
Petroflex	215,5	178,6	21%
Copesul	797,1	617,1	29%
Al&is	46,6	46,6	0%
CSTII	332,3	332,3	0%
Nitriflex	26,2	26,2	0%
Fosfertil	177,1	139,3	27%
Polisul	56,8	56,8	0%
Pph	40,8	25,1	63%
Goiasfertil	12,7	12,7	0%
Acesita	450,3	347,7	30%
Cbe	10,9	10,9	0%
Poliolefinas	87,1	87,1	0%
Csn	1056,6	1056,6	0%
Ultrafertil	204,4	204,4	0%

Fonte: Giambiagi e Pinheiro (1994, p. 10)

Na Tabela 2, abaixo, expõe-se a distribuição do número de empresas por percentuais de ágios. Ela visa demonstrar de forma mais clara a distância dos valores ofertados em leilão em relação ao valor mínimo.



Conforme pode-se observar, das 21 empresas analisadas, a grande maioria, 66,7%, obteve ágio até 25%. Nesse percentual estão inclusas as empresas que não apresentaram ágio algum, onde o valor mínimo atribuído a elas foi igual ao valor no qual foram vendidas. Soma-se um total de 10 empresas nessa condição, conforme observado na Tabela 1 acima.

**Tabela 2 - Proporção de Ágio Atribuído para Empresas**

Ágio	Número de empresas	%
Até 25%	14	66,67%
25% a 50%	3	14,28%
50% a 75%	2	9,52%
75% a 100%	0	0%
Maior de 100%	2	9,52%
Total	21	100%

**Fonte:** Giambiagi e Pinheiro (1994, p. 10)

Para avaliar o resultado encontrado do baixo ágio atribuído na venda das empresas, é necessário relacionar o fato já analisado anteriormente sobre a diminuição da receita e do investimento durante a década de 1980 e início da década de 1990. É notável que esses fatores contribuíram para a redução do valor atribuído para as estatais que foram vendidas.

Corroborando para essa conclusão, Giambiagi e Pinheiro (1992) fazem uma análise sobre todos os motivos por eles estudados para a baixa atribuição de valor para as empresas. Um dos motivos apontados pelos autores é em relação ao período em que as empresas foram criadas. Algumas podem ter sido fruto de um mau investimento em função de erros decisórios – muitas vezes, critérios políticos. Outro motivo que colabora para o resultado encontrado é em relação à política econômica. É notável que muitas das estatais foram utilizadas como instrumentos de políticas macroeconômicas e acumularam prejuízos ao longo dos anos – devido a fatores como: tomada de empréstimos externos, controle de preço e subsídio ao desenvolvimento de determinados setores no âmbito da iniciativa privada. Essas condições muitas vezes não eram reveladas aos investidores, pois, caso isso acontecesse, como explicam os autores, a privatização seria impossível. Além disso, os autores apontam que o cenário econômico no qual as empresas estavam sendo

vendidas é relevante. No começo do Programa Nacional de Desestatização, início da década de 1990, o contexto econômico e político era muito instável, caracterizado por contração de investimentos e com clima de incertezas. Isso também favoreceu a depreciação do valor atribuído as estatais para venda. Sobre isso, os autores explicam:

O baixo valor de venda resulta da elevada taxa de desconto que é aplicada aos lucros futuros, o que, no caso do Brasil, explica-se pela existência de um spread de risco elevado, reflexo da volatilidade do patrimônio das empresas e da extrema instabilidade registradas nos anos '80 e no começo dos anos '90. (GIAMBIAGI; PINHEIRO, 1992, p.44).

Apesar de todos os pontos apresentados que problematizam a privatização ocorrida no Brasil, Giambiagi e Pinheiro (1992) afirmam que caso o maior processo de privatização não ocorresse no início da década de 1990 – como ocorreu – por conta das incertezas e da economia muito instável e da falta de investimentos de atualização tecnológica, os preços poderiam ser mais baixos ainda, caso, a opção escolhida fosse a postergação da privatização.

Essa análise visa mostrar que foi devido à queda dos investimentos e das receitas das estatais; ao cenário econômico e político da época e ao estado de deterioração que as empresas se encontravam, que o preço de venda das empresas estatais foi tão baixo que muitas vezes se igualou ao preço mínimo, fato que conseqüentemente levou a atribuição de baixos ou inexistentes ágios na venda das empresas.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo buscou contribuir para o debate sobre a avaliação da eficiência da privatização para a economia brasileira, estudando alguns dos resultados surgidos com as privatizações passadas. Com base nos dados apresentados, chega-se à conclusão de que o processo de privatização da década de 1990 não criou raízes. Os dados demonstrados pelas variáveis tratadas neste trabalho deram alguns indícios de que não foi possível a melhora permanente nas contas públicas do país devido ao efeito temporário que a privatização resultou. Ou seja, o efeito permanente que o

processo privatização buscava alcançar não aconteceu. Muito embora deva ser reconhecido que tal afirmação baseia-se em poucos dados e necessitaria de uma análise mais aprofundada que fugiria dos limites desta monografia.

Com a avaliação das variáveis receita e investimento mostrou-se que, antes da década de 1990 as empresas apresentaram quedas nesses índices, fato importante para a defesa da privatização. A alienação das empresas para o setor privado seria a solução para essas estatais deterioradas e para o ajuste das contas públicas do país. Todavia, estudos empíricos mostram que a privatização pode contribuir para a eficiência de uma empresa, como pode não ter efeito nenhum em relação a isso. O aumento da eficiência de uma empresa privatizada depende de outros fatores como o gerenciamento, as especificidades da atividade e do ambiente econômico que a empresa está inserida.

O efeito permanente esperado pela privatização relaciona-se com o crescimento de longo prazo que ocorreria pelo aumento da eficiência. Um exemplo disso poderia ser a melhoria na infraestrutura do país que, não necessariamente exclui o papel do Estado, ao mesmo tempo a reestruturação de passivos do setor público. Tais fatores poderiam atuar reduzindo os custos de investimento privado e atraindo investimentos estrangeiros. Em outras palavras, com as receitas de privatização esperava-se obter uma reestruturação de gastos na medida em que haveria a possibilidade de um ajuste fiscal de longo prazo, ou seja, um ajuste fiscal permanente. Porém, o que foi analisado nessa monografia sugeriu não ter ocorrido esse efeito permanente.

Outro ponto revelado foi que a análise das variáveis receita e investimento mostrou que as quedas nesses índices proporcionaram baixo ágio na venda das estatais. O preço de venda das estatais ficou abaixo do necessário para o processo de privatização resultar em um efeito permanente nas contas públicas. Foram atribuídos ágios muito pequenos na venda das empresas, e, muitas vezes, o preço mínimo se igualou ao preço de leilão delas, ou seja, o ágio foi inexistente. Portanto, os resultados obtidos sugerem não ter havido uma melhora permanente nas contas públicas do país.

## **ANALYSIS OF THE EFFECTS OF PRIVATIZATION IN BRAZIL IN THE PERIOD 1980-1990**

**ABSTRACT:** The main objective of this paper is to analyze whether the effects brought about by the privatization process that took place in Brazil in the 1990s were short-term or long-term. For this, the methodology adopted was the model of Giambiagi and Pinheiro (1992) to evaluate the temporary effect and the permanent effect corresponds to the present value of the total fiscal adjustment, in addition to the analysis of the behavior of the revenue and investment variables of state-owned companies during the decade from the 1980s to the beginning of the 1990s. The first part of the research focuses on an analysis of the economic situation from the 1970s onwards, presenting the national Privatization Program and the results of privatizations in Brazil, according to the vision of authors who have dedicated themselves to the topic. Subsequently, the mathematical explanation of the present value of the fiscal adjustment is given and the study of the income and investment variables with the evaluation of the goodwill attributed on the sale of state-owned companies is given. Based on the analyzed data, the present research indicates that the privatization process in Brazil did not have a permanent, long-term effect. The results suggest that the effect of privatization in the country was only temporary.

**KEYWORDS:** Privatization; fiscal adjustment; income and investment.

## REFERÊNCIAS

CARVALHO, M. A. S. **Privatização, Dívida e Déficit Públicos no Brasil**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2001.

GIAMBIAGI, F.; PINHEIRO, A. C. Os antecedentes macroeconômicos e a estrutura institucional da privatização no Brasil. *In*: GIAMBIAGI, A. C.; FUKASAKU, K. (ed.). **A Privatização no Brasil: O caso dos Serviços de Utilidade Pública**. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2000.

GIAMBIAGI, F.; PINHEIRO, A. C. **Brazilian Privatization in the 1990s**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 1994.

GIAMBIAGI, F.; PINHEIRO, A. C. **As Empresas Estatais e o Programa de Privatização do Governo Collor**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 1992.

HEMMING, R.; MANSOOR, A. M. **Privatization and Public Enterprises**. Washington D.C: Internacional Monetary Fund, jan. 1988.

MANSOOR, **Measurement of Fiscal Impact: Methodological Issues**. International Monetary Fund, Washington, DC, 1987.

MATOS FILHO, J. C.; OLIVEIRA, C. W. **O processo de Privatização das Empresas Brasileiras**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 1996. (Texto para discussão, n.º 422).

NUNES, R. da C. **Privatização e Ajuste Fiscal no Brasil**. Brasília: ESAF, 1997.

PINHEIRO, A. C.; SCHNEIDER, B. R. **The Fiscal Impact of Privatization in Latin America**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, out. 1994. (Texto para Discussão, n.º 354).

SILVA, V. A. **O Impacto das Moedas de Privatização Sobre a Dívida Pública**. Brasília: Escola de Administração Fazendária, 1997.

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