

Privatização e ajuste fiscal no Brasil

*Jair do Amaral Filho**
*Edilberto Carlos Pontes Lima***

O Brasil vive um momento importante de consolidação do Plano Real. Apesar do seu incontestável sucesso na contenção inflacionária observado até o momento, muitos analistas apontam a ausência de equilíbrio fiscal como uma de suas principais fragilidades. As necessidades de financiamento do setor público consolidadas nas três esferas de governo (Federal, Estadual e Municipal), incluindo empresas estatais, continuam em patamares bastante elevados, alcançando 6,1% do PIB em dezembro de 1997 (no conceito nominal).

O Governo brasileiro vem movendo uma série de esforços para implantar um ajuste fiscal duradouro. Estão em discussão no Congresso Nacional emendas à Constituição, propondo reformas administrativa, previdenciária e tributária. Todas pretendem, dentre outros objetivos, gerar um equilíbrio sustentável nas contas públicas. Um processo de reforma constitucional é lento, porque exige muitas negociações, já que muitos interesses são atingidos. Mesmo após aprovadas as reformas, estas demorarão algum tempo para surtir efeitos sobre as contas públicas.

As receitas obtidas com a privatização têm um papel-chave nesse processo. O programa de vendas de estatais brasileiras, já apontado pelo jornal *Financial Times* como o maior do Mundo, tem potencial de trazer uma magnitude muito grande de recursos para o Governo, que poderiam garantir o equilíbrio fiscal até que as reformas estruturais em curso passassem a surtir efeito. É óbvio que, como as receitas de privatização são transitórias, é fundamental que tais reformas sejam de fato implementadas para garantir o ajuste fiscal de longo prazo.

Este trabalho tem como objetivo investigar a relação entre a privatização e a crise fiscal brasileira sob três aspectos. O primeiro trata do impacto intertemporal da privatização sobre as necessidades de financiamento do setor

* Doutor em Economia, Professor do Departamento de Teoria Econômica da Universidade Federal do Ceará e do Curso de Mestrado em Economia (CAEN) e Pesquisador do CNPq.

** Mestre em Economia e Economista da Coordenação Geral de Finanças Públicas do IPEA (CGFP/IPEA).

Os autores agradecem a Ana Maria Fontenele (UFC) e a Francisco Pereira (IPEA) pelos comentários e observações, deixando claro, no entanto, que os mesmos assumem total responsabilidade pelo conteúdo do referido trabalho.

público (NFSP); ao privatizar, o Governo obtém receitas, mas abre mão de dividendos futuros; ao abater dívidas, diminui o fluxo futuro de juros. Além disso, as necessidades de financiamento das empresas estatais privatizadas saem do cômputo das NFSP. O segundo aspecto refere-se ao possível efeito sobre o patrimônio do setor público, em razão de eventuais diferenças de avaliação do preço de venda (das empresas a serem privatizadas) entre o setor público e o setor privado. O terceiro analisa a contribuição do programa de privatização como garantidor da transição entre a atual situação fiscal e a situação com as reformas constitucionais surtindo efeitos.

Na primeira seção, analisa-se o impacto intertemporal das privatizações sobre as necessidades de financiamento do setor público. Na segunda, examina-se como é determinado o preço de venda de uma empresa, concentrando-se nas possíveis diferenças de avaliação entre o setor público e o setor privado. Na terceira seção, dedica-se atenção especial à avaliação de empresas que têm apresentado prejuízo. Na quarta, observa-se o histórico das empresas estatais enquanto um negócio para o Governo, ou seja, se apresentaram retorno positivo ou não. Na quinta, analisa-se como foi a política de distribuição de dividendos dessas empresas, isto é, se o Governo recebeu dividendos compatíveis com seu patrimônio investido e se se justificaria uma política de retenção de lucros. Na sexta seção, estuda-se a situação fiscal no Brasil e a contribuição da privatização para o ajuste fiscal brasileiro, concentrando-se principalmente na sustentabilidade da relação dívida/PIB. Na sétima, verifica-se se a velocidade da privatização faria alguma diferença para o ajuste fiscal, utilizando-se duas experiências distintas, a da Argentina e a do Chile como contraposição. Na oitava seção, analisa-se a relação entre os resultados negativos recentes das contas públicas estaduais e os recursos de privatização.

1 - Impacto das privatizações sobre as necessidades de financiamento do setor público

Como chamado atenção por Buitier (1985), o ponto básico dessa questão é analisar o orçamento do Governo de forma intertemporal. O Governo obtém as receitas de privatização, mas abre mão dos dividendos das empresas. O Banco Central (Bacen) incorpora tais receitas no abatimento da dívida líquida do setor público, independentemente da destinação que o Governo dá para tais recursos. O que ocorre se o Governo de fato não abate dívida, fazendo outro uso qualquer dos recursos, é que as necessidades de financiamento do setor público

umentam. Isto 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), mas, sim, como uma fonte de financiamento. Há diminuição de ativo (empresa estatal) sem redução correspondente de passivo (dívida pública).

Caso, de fato, se abatam dívidas com os recursos de privatização, o impacto sobre as necessidades de financiamento do setor público dar-se-á por meio dos juros correspondentes às dívidas não mais pagos pelo Governo. Outro impacto sobre as necessidades de financiamento do setor público são as necessidades de financiamento das empresas estatais (NFEE), componentes das NFSP, que, com a privatização, saem do seu cômputo. Em sùma, o impacto da privatização sobre as NFSP são os juros da dívida abatida não mais pagos pelo Governo, os dividendos não mais recebidos e a retirada das NFEE do seu cálculo. Formalmente:

$$VPNFSP = - \sum_{i=1}^{\infty} (J_i) / (1+r)^i - \sum_{i=1}^{\infty} (NFEE_i) / (1+r)^i + \sum_{i=1}^{\infty} (D_i) / (1+r)^i \quad (1)$$

onde o lado esquerdo da equação é o valor presente do impacto nas NFSP; o primeiro elemento do lado direito da equação é o que o Governo deixa de pagar por abater a dívida; o segundo elemento é o efeito da retirada das NFEE da contabilidade das NFSP; e o terceiro elemento são os dividendos não mais recebidos pelo Governo; e **r** é a taxa de desconto do Governo. A necessidade de financiamento da estatal antes da privatização é dada por $NFEE = D + K + D - R$, onde **D** = gastos correntes, **K** = gastos com formação de capital, **D** = dividendos distribuídos e **R** = receitas de venda.

O Governo terá feito um bom negócio se o impacto da privatização for $VPNFSP < 0$; se for igual a zero, intertemporalmente, o orçamento do Governo não se alterará e, se for maior que zero, o orçamento do Governo terá perda. A equação (1) mostra que há três componentes com impacto sobre o $VPNFSP$, que são os juros das dívidas abatidas não mais pagos, o fluxo de caixa futuro perdido proveniente dos dividendos recebidos e a retirada das necessidades de financiamento das empresas estatais da contabilidade das NFSP (caso o $VPNFEE$ viesse a ser negativo, o impacto seria diminuidor das NFSP). Supondo $NFEE = 0$, as variáveis a analisar são os dividendos perdidos e os juros que se deixaram de pagar, ambos intertemporalmente. Assim, se os juros não mais pagos superarem os dividendos não mais recebidos, o impacto será positivo.

Obviamente que o montante da dívida a ser abatido depende do preço de venda. Como não existe "almoço grátis" na economia, seria de se esperar que a taxa de juros fosse menor ou igual, intertemporalmente, à rentabilidade das

empresas, caso contrário, todos os investidores optariam por investir em títulos ao invés de em empresas. É nesse ponto que aparece um aspecto-chave: as empresas podem estar sendo mal administradas e, por isso, têm rentabilidade inferior à da taxa de juros. Na privatização, o comprador suporia que a empresa teria um potencial de rendimentos superior ao que estaria obtendo sob controle público e estaria disposto a pagar mais pela empresa que a avaliação do Governo do valor daquelas empresas.

Aqui entra a análise do impacto da privatização sobre o patrimônio do setor público. Se o Governo captar uma parcela dessa maior avaliação, o impacto será positivo; se o setor privado avaliá-la por menos, o impacto será negativo; e, se a avaliação for igual, será neutro. A análise dos determinantes do preço de venda ajuda a esclarecer essa questão.

2 - Preço de venda

O valor de venda é determinado, teoricamente, pela utilidade esperada do fluxo de caixa futuro que a empresa gerará. Formalmente¹:

$$\text{preço de Venda} = \sum_{i=1}^{\infty} \sum_{t=1}^{\infty} P_t U(FC_t) / (1+r)^t \quad (2)$$

onde P_t é a probabilidade da utilidade do fluxo de caixa; $U(FC_t)$ é a utilidade dos fluxos de caixa esperados da empresa após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento de dívidas; r é a taxa de desconto do Governo; e t são os períodos de desconto. Analisemos mais de perto cada elemento da equação (2).

$P_t, U(FC_t)$. Três fatores principais parecem determinar $PU(FC)$.

O primeiro é a estrutura de mercado. Se a empresa atua em um setor muito concentrado, sem regulação rígida do Governo, o valor esperado dos lucros tenderá a ser maior que se atuando num ambiente competitivo; Kay e Thompson

¹ Este é um modelo teórico; na prática, os investidores observarão apenas o fluxo de caixa esperado e a taxa de desconto ($PV = \sum(FC_t/(1+i)^t$), porque a função utilidade de cada investidor não tem como ser medida. O que vale, entretanto, é que, de acordo com tal função utilidade, que, apesar de não ter como ser medida, existe, um investidor avalia uma empresa.

(1986) chamam atenção para esse ponto: governos cujo objetivo principal seja a maximização de receitas tendem, ao privatizar, a não promover políticas de competição e a se preocupar menos com a estrutura regulatória.

O segundo é a capacidade gerencial. Há razões teóricas, confirmadas, pelo menos parcialmente, por diversas evidências empíricas de que o setor privado é mais eficiente² ao administrar uma empresa que o setor público. A "teoria da agência"³ explica as diferenças de performance a partir de duas perspectivas: primeiro, os objetivos do principal (os proprietários) são distintos; na empresa privada, a busca do lucro induz à redução do custo de produção; na empresa pública, os objetivos do principal, em última instância (a população), não são bem definidos; segundo, os administradores (agentes) privados defrontar-se-ão com o risco de falência, com o risco de aquisição de controle (*takeover*) — se a empresa for de capital aberto — e com o monitoramento mais atento por parte dos acionistas (principais), enquanto os administradores de empresas públicas responderão a ministros, muitas vezes políticos, com interesses diversos, que nem sempre a redução de custos é o mais relevante; além disso, dificilmente empresas públicas sofrem riscos de falência ou *takeover* (YARROW, 1989; BÖS, 1991). O corolário é que, se há expectativa de as empresas se tornarem melhor administradas após a privatização, o fluxo de caixa esperado seria maior após a privatização, o que, *ceteris paribus*, faria a empresa mais valiosa para o setor privado do que para o setor público.

O terceiro fator é a postura diante do risco, ou seja, a aversão (e o seu grau) ou neutralidade diante do risco; formalmente⁴, um investidor é avesso ao risco se e somente se

$$\int u(x) dF(x) \leq u\left(\int x dF(x)\right)$$
 para todo $F(\cdot): \mathbf{R} \rightarrow [0, 1]$,⁵ onde $F(\cdot)$ é uma loteria,

$u(x)$

é uma função utilidade de Bernoulli e x é a recompensa monetária.

² O conceito de eficiência aqui referido é o de desempenho econômico-financeiro da empresa (por exemplo, retorno sobre as vendas, retorno sobre o patrimônio, vendas por empregado, etc.); não se trata, portanto, da eficiência em termos de qualidade de bens e serviços ou da satisfação dos consumidores finais.

³ A propósito da aplicação da "teoria da agência" na análise da privatização, ver Pontes Lima (1997).

⁴ As formalizações são baseadas naquelas do Capítulo 6 (Choice under uncertainty; págs. 167 a 215) de Mas-Collel *et alii* (1995).

⁵ Desigualdade de Jensen (*Jensen's inequality*).

Ou, em outros termos, se a sua função utilidade for côncava, o investidor será neutro ao risco se sua função utilidade for linear. Aqui, o conceito de equivalentes com certeza (*certainty equivalents*) é útil: se, diante de dois projetos, o primeiro com valor esperado de 100, mas com risco de ter valor de 0 ou 200, e o segundo com valor certo de 90, o investidor avesso ao risco for indiferente entre o primeiro (valor incerto) e o segundo (valor certo), o equivalente com certeza desse investidor será 90. Formalmente, o equivalente certo de $F(\cdot)$ é

$c(F, u)$, se $u(c(F, u)) = \int u(x) dF(x)$; o prêmio de risco, $\Pi(x, \varepsilon, u)$, é definido como o que se paga de diferença entre o valor esperado com risco e o valor sem risco, assim,

$$u(x) = (1/2 + \Pi(x, \varepsilon, u)) u(x + \varepsilon) + (1/2 - \Pi(x, \varepsilon, u)) u(x - \varepsilon), \quad \varepsilon > 0$$

A implicação dos conceitos de **equivalente com certeza** e de **prêmio de risco** é que, quanto maior a aversão ao risco, menor será o **equivalente certo** do projeto (STIGLITZ, 1988). Essa questão é bem explicada por Arrow e Lind (1970, p. 364).

“É largamente aceito que os indivíduos não são indiferentes à incerteza e não avaliarão um ativo com retorno incerto pelo seu valor esperado. (...) investidores não escolhem investimentos para maximizar o valor presente dos retornos esperados, mas para maximizar o valor presente dos valores ajustados para o risco (tradução nossa).

O ponto que aqui interessa é saber quem é mais avesso ao risco, o setor público ou o setor privado. Arrow e Lind (1970) resenham as diversas visões sobre essa questão e apontam quatro pontos de vista distintos: (a) o primeiro é que, dado um mercado de capitais perfeito, o fator de desconto para o risco seria exatamente o mesmo tanto para o investimento público quanto para o setor privado, porque, do contrário, haveria tendência a acontecer sobreinvestimento do setor público em detrimento de investimento de maior retorno do setor privado; (b) o segundo é que o Governo poderia ignorar a incerteza e agir como neutro ao risco, ou seja, o valor esperado dos fluxos de caixa do investimento não seriam deduzidos de um fator de desconto para o risco, sendo que o argumento que sustenta essa posição é que o Governo poderia diversificar suficientemente seus investimentos, de forma a minimizar riscos; além disso, determinados riscos associados a risco moral (*moral hazard*) — comportamento fraudulento por parte dos sócios — que os investidores privados enfrentam e, para isso, pagam prêmios de risco, não são enfrentados pelo setor público; (c)

o terceiro ponto de vista é na mesma linha do anterior, mas por razões distintas; basicamente, a idéia é que o Governo seria indiferente ao risco, porque as preferências individuais não teriam relevância nas suas decisões de investimento, que seriam tomadas como uma questão de política nacional. Isso devido ao fato de que imperfeições do mercado não permitiriam que se observassem as preferências individuais, prevalecendo a postura diante do risco das autoridades responsáveis pelas decisões; (d) o quarto ponto de vista é o dos próprios autores; eles argumentam que o risco do Governo é completamente diferente do risco privado; ele poderia ignorar a incerteza, porque é capaz de distribuir o risco associado a qualquer investimento público entre um número grande de pessoas. Assim, apesar da controvérsia sobre o fator de desconto para o risco, o argumento de Arrow e Lind sobre a baixa incerteza associada ao investimento público é muito forte, o que, se não nos permite concluir que o Governo seria neutro ao risco, pelo menos sugere que seria menos avesso que o setor privado.

Da análise dos três fatores, percebe-se que não é óbvia a conclusão sobre quem terá $P_i U(FC_i)$ mais alto, se a empresa administrada privada ou publicamente. O primeiro fator — o grau de concentração do mercado em que atua a firma — tem um papel significativo independentemente do tipo de propriedade (pública ou privada), portanto, a sua influência dá-se de acordo com o objetivo do Governo ao privatizar; se estiver interessado precipuamente na maximização de receitas, não montará estrutura regulatória ou promoverá políticas de incentivo à competição. O segundo fator — a melhor capacidade gerencial do setor privado comparada com a do setor público — tem influência clara sobre a maior avaliação da empresa por aquele, o que poderia representar, *ceteris paribus*, um ganho patrimonial para o Governo. O terceiro fator é controverso, mas a prevalecer o argumento de Arrow e Lind (1970) o **equivalente com certeza** (*certainty equivalent*) do setor privado seria menor que o do setor público, o que obrigaria o Governo a vender a empresa, *ceteris paribus*, com alguma perda patrimonial para compensar o **prêmio de risco** que o setor privado teria que pagar. O que se conclui da análise dos três fatores é uma ambigüidade, que não permite definir *a priori* quem teria $P_i U(FC_i)$ maior, se o setor público ou o setor privado; isso dependeria da ponderação dos diversos elementos envolvidos.

r. A taxa de desconto é basicamente função das variáveis de financiamento utilizadas por uma empresa (custo médio ponderado do capital, WACC). Damodaran (1997)⁶ as especifica da seguinte forma:

$$WACC = k_e (E/[E + D + PS]) + k_d (D/[E + D + PS]) + k_{ps} (PS/[E+D+PS]) \quad (3)$$

⁶ A análise dos determinantes da taxa de desconto seguirá, em grande parte, Damodaran (1997).

onde k_e é o custo do patrimônio líquido; k_d é o custo das dívidas após os impostos; k_{ps} é o custo das ações preferenciais; E é o valor de mercado do patrimônio líquido; D é o valor de mercado da dívida; PS^7 é o valor de mercado das ações preferenciais; e $[E+D+PS]$ representa o valor de mercado dos componentes de financiamento da empresa. Analisemos mais de perto cada elemento.

Custo do patrimônio líquido - é definido como a taxa de retorno mínima, abaixo da qual os investidores não fazem o investimento. Para estimá-la, em geral, utilizam-se modelos de risco e retorno, como o Capital Asset Price Model (CAPM)⁸. Basicamente, o modelo CAPM mede o retorno esperado como função do risco medido em termos de variância não diversificável ($\beta = cov_{im} / \sigma_m^2$, onde β é o risco não diversificável, cov_{im} é a covariância entre o retorno de um ativo i e o retorno de uma carteira, incluindo todos os ativos negociados no mercado, e σ_m^2 é a variância do retorno de uma carteira contendo todos os ativos negociados no mercado). Formalmente, o custo do patrimônio líquido é assim definido :

$$E(R) = R_f + \beta(E[R_m] - R_f) \quad (4)$$

onde $E(R)$ é o custo do patrimônio líquido, R_f é o retorno de um ativo sem risco e R_m é o retorno de uma carteira que contém todos os ativos negociados no mercado. A análise dos determinantes do custo do patrimônio líquido aparentemente não permite que se chegue a uma conclusão *a priori* sobre quem teria tal custo mais alto, se o setor público ou o setor privado.

Custo das dívidas - é o que a empresa paga para financiar seus investimentos; é função do nível geral das taxas de juros — quanto maior esta, maior o custo da dívida — e do risco de inadimplência da empresa, isto é, empresas com alto risco de inadimplência pagarão um custo elevado pelo endividamento. É novamente difícil definir *a priori* quem teria um maior custo de endividamento, se o setor público ou o setor privado. Se o mercado acredita que a dívida de uma empresa estatal será assumida, em última instância, pelo Governo, o risco de inadimplência será baixo e, provavelmente, menor que o da média do setor privado. Obviamente, o quão mais baixo vai depender de que

⁷ Obviamente que, quando a empresa não tiver ações no mercado, o custo das ações preferenciais não se aplica.

⁸ Além do CAPM, existe o Arbitrage Price Model (APM), que mede o custo do patrimônio líquido a partir de vários fatores econômicos não especificados, como mudanças imprevistas no PIB, na taxa de juros, etc. Não é objetivo deste trabalho explicar detalhadamente cada um desses modelos. Para uma abordagem completa, ver Damodaran (1997); Ross *et alli* (1993).

grupo privado ou mesmo consórcio de grupos privados irá comprar a estatal, porque, se estes forem sólidos, a diferença positiva da taxa de juros cobrada pelo risco de inadimplência será muito pequena.

Custo das ações preferenciais - ações preferenciais são aquelas sem direito a voto; elas constituem um custo para a empresa, porque são necessários pagamentos de dividendos aos proprietários das mesmas. Simplificadamente⁹, o seu custo é definido como o dividendo preferencial pago pela ação dividido pelo preço de mercado da ação preferencial. Outra vez é difícil definir *a priori* se o setor privado teria um custo de ações preferenciais diferente do setor público, uma vez que, se uma empresa pagar poucos dividendos, o seu valor de mercado tenderá a cair, ou seja, se o numerador da fração for continuamente baixo, o denominador tenderá a acompanhá-lo; isso vale tanto para empresas privadas quanto para empresas estatais.

A análise dos determinantes das taxas de desconto não fornece uma evidência nítida sobre quem a teria mais alta, se o setor público ou o setor privado. Enquanto o custo do patrimônio líquido e o custo das ações preferenciais são claramente indefinidos, o custo da dívida parece mostrar-se um pouco mais baixo para a empresa estatal, mas dependendo significativamente do tipo de grupo/consórcio privado envolvido com a privatização.

O que se percebe da análise dos componentes determinantes do valor de uma empresa é principalmente uma ambigüidade *a priori* sobre quem avaliaria a empresa por maior valor, se o setor público ou o setor privado. Uma conclusão forte, entretanto, é que a avaliação de empresas não é algo completamente rigoroso, mas, ao contrário, envolve muitos elementos subjetivos. Não é sem motivo que as privatizações pelo Mundo têm sido cercadas de muitas polêmicas sobre a possível subavaliação de empresas. No Brasil, também tem sido assim. Uma evidência nítida: as firmas de consultoria contratadas para avaliarem as empresas a serem privatizadas têm geralmente apresentado valores de venda diferentes entre si, o Governo estabelece um terceiro valor (preço mínimo), e os compradores, muitas vezes, pagam ágio; ou seja, há pelo menos quatro avaliações diferentes envolvidas.

Uma amostra desses fatos está em Paula (1997). Ao analisar a privatização da siderurgia brasileira, o autor observa que houve diferenças entre os preços de venda estabelecidos pelas diferentes empresas de consultoria e o preço mínimo estabelecido pelo Governo. Há ainda uma quarta, não chamada atenção pelo

⁹ Supõe-se que o dividendo seja constante, e que as ações preferenciais sejam não conversíveis e não resgatáveis.

autor, que é o preço efetivo de venda, que representa o preço que o comprador avaliou a empresa. Como mostra a equação (2), a diferença deve-se aos distintos fluxos de caixa esperados e às diferentes taxas de desconto. A Tabela 1 mostra as diferenças. Note-se que, em todas as empresas, há divergências significativas de avaliação.

Tabela 1

Diferenças na avaliação de empresas

EMPRESAS	CONSULTORIA A			CONSULTORIA B			PREÇO MÍNIMO	PREÇO DE VENDA	PERÍODO DE AMORTIZAÇÃO (anos)
	Preço	Taxa de Desconto (%)	Fluxo de Caixa Esperado	Preço	Taxa de Desconto (%)	Fluxo de Caixa Esperado			
Usiminas	1 650	15	6 676	1 820	14	6 746	1802	1 941	10
CST	350	15	1 416	400	16,5	1 842	354	354	10
Acesita	417	17	9 635	477	16,5	10 108	363	465	20
Piratini	33	20	-	43	20	-	43,8	107	s.d
CSN	1 731	15	7 002	1 463	15	5 918	1 495,3	1 495	10
Cosipa	229	14	1 635	201	16	1 862	419,6	586	15
Açominas ...	346	14	4 761	320	15	5 237	329,1	599	20

FONTE: BNDES extraído de Paula (1997), exceto os preços de venda (mínimo e efetivo), os quais utilizaram a fonte primária (BNDES).

NOTA: O cálculo do fluxo de caixa foi feito pelos autores, a partir das informações de Paula (1997).

Embora essas diferenças de avaliação não reflitam exatamente o fato de que o setor privado avaliaria uma empresa diferentemente do setor público, elas servem para mostrar que diferenças de avaliação são um fato e que, no caso em que o comprador (grupo privado) tem características bem distintas do vendedor (o setor público), tais diferenças tendem a ser mais nítidas.

3 - Avaliação das empresas que têm apresentado prejuízos¹⁰

Nesses casos, há duas alternativas, dependendo das perspectivas da empresa. Aquelas que enfrentam um problema transitório, ocasionado por má administração ou por uma fase desfavorável de seu setor de atuação — mas que podem voltar a gerar lucros no futuro — podem ser avaliadas pelo modelo geral

¹⁰ Segue-se, parcialmente, Damodaran (1997).

de fluxo de caixa esperado positivo. Nessas situações, o que se faz é utilizar lucros normalizados ou médios, tendo como base períodos em que os lucros eram positivos, supondo que a empresa voltará a apresentá-los no futuro. Outra alternativa é estimar fluxos de caixa para o período de transição entre a fase de prejuízos e a volta dos lucros. Aqui, uma série de suposições necessita ser feita sobre a probabilidade de recuperação financeira da empresa.

Mais complicado é quando a situação financeira da empresa é irrecuperável, sendo a falência o caminho inevitável. Nesses casos, as alternativas são a avaliação pelo preço de liquidação ou por modelos de precificação de opções. A primeira é a soma do valor que os ativos teriam no mercado, líquido de custos legais e de transação; obtém-se o valor do patrimônio líquido da empresa ao diminuir as dívidas pendentes do valor de liquidação de ativos. Quando o valor de mercado dos ativos é menor que o valor nominal da dívida pendente, só resta a alternativa de avaliar a empresa pelos modelos de precificação de opções.

Opções são títulos derivativos cujo valor provém de um título subjacente. A idéia básica é que uma opção confere ao investidor o direito de comprar ou vender uma determinada quantidade de um ativo a um preço fixo. Há dois tipos de opções, de compra e de venda. A idéia de aplicar a noção de opções como uma alternativa para avaliar empresas em dificuldade é que o patrimônio líquido de uma empresa é um direito residual, ou seja, os donos do patrimônio líquido têm o direito sobre todos os fluxos de caixa depois do pagamento aos credores da empresa (detentores de direitos financeiros como dívida, ações preferenciais, etc.). No caso de liquidação, os proprietários do patrimônio líquido recebem o que restar após o pagamento de dívidas e demais obrigações financeiras.

Assim, se o valor de liquidação da empresa for maior que o valor nominal da dívida, o retorno do patrimônio líquido será positivo. Uma opção de compra com um preço de exercício X sobre um ativo com valor atual Y terá retorno apenas se X for maior que Y . O corolário é que o patrimônio líquido pode ser tratado como uma opção de compra, em que sua efetivação exige a liquidação da empresa e a quitação do valor de face da dívida. Damodaran (1997, p. 465) explica as implicações de focalizar o patrimônio líquido como opção de compra:

“(...) o patrimônio líquido terá valor, mesmo que o valor da empresa caia para bem abaixo do valor da dívida pendente. Tal empresa será vista por investidores, contadores e analistas como estando em dificuldades, mas isto não significa que seu patrimônio não tenha valor algum. Na realidade, da mesma forma que as opções negociadas fora do valor de mercado terão valor devido às possibilidades que o valor do ativo subjacente venha a subir além do preço do exercício durante a vida futura remanescente da opção, o patrimônio líquido

terá valor devido ao prêmio de tempo sobre a opção (o tempo a decorrer até o vencimento e resgate dos bônus) e a possibilidade de que o valor dos ativos suba acima do valor de face dos bônus antes do vencimento destes”.

O Governo avalia suas empresas em dificuldade seguindo a metodologia do fluxo de caixa descontado, mesmo para empresas em grande dificuldade; a diferença essencial, em geral, é que, para torná-las atrativas, se promove uma reestruturação significativa antes da venda, assumindo passivos e vendendo a empresa saneada. Esse procedimento possibilita a privatização por valores positivos, mesmo de empresas que sempre apresentaram prejuízos. O ponto básico da análise é que não existe “almoço grátis”, ou seja, empresas estatais deficitárias não serão adquiridas pelo setor privado sem uma prévia reestruturação financeira em que parte dos passivos é assumido pelo Governo. A título de exemplo, o edital de concessão — que implicou, ainda, o arrendamento e a venda de bens de pequeno valor —, da Rede Ferroviária Federal, grupo historicamente deficitário e que nunca pagou dividendos à União¹¹, explicita: “A avaliação foi desenvolvida com base no método do fluxo de caixa operacional descontado (...), não foram consideradas transferências de passivos da RFFSA para a Concessionária”.

O raciocínio só mudaria se o comprador avaliasse que as dificuldades são conjunturais, resultantes exclusivamente da má administração governamental, e que, uma vez privatizada, os melhores métodos de gestão privados tornarão a empresa saudável financeiramente em algum tempo.

4 - Empresas estatais e retorno de investimento do Governo

A preocupação aqui é exclusivamente com o retorno do investimento, abstraindo possíveis utilizações das estatais para outros objetivos de política pública.¹² A análise concentra-se na rentabilidade do patrimônio líquido das estatais e na distribuição de dividendos para o Governo. O que se nota (Tabela 2) é que as empresas estatais apresentaram retornos sobre o patrimônio líquido

¹¹ Essas informações estão no Edital n° PND/A-03/96/RFFSA.

¹² Werneck (1987) fez um amplo levantamento da utilização das empresas estatais como instrumentos de política econômica, comprimindo tarifas, restringindo investimentos, etc.

positivos, na primeira metade da década de 80, e até elevados, considerando apenas os principais grupos. A partir de 1987, a rentabilidade caiu significativamente, tornando-se negativa para o conjunto do setor produtivo e bem abaixo dos índices anteriores para os maiores grupos, exceto para a Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) e para a Telebrás, que tiveram quedas menores. Quando se comparam as rentabilidades do patrimônio líquido do setor produtivo estatal com a das 500 maiores empresas privadas do País, o resultado é pouco animador para o setor público.

O setor produtivo estatal como um todo teve rentabilidade média do patrimônio líquido entre 1981 e 1994 de -2,5%, enquanto as 500 maiores empresas privadas tiveram rentabilidade positiva de 7,8%. Desagregando o setor produtivo estatal, nota-se que os principais grupos tiveram rentabilidade média mais próxima que a das 500 maiores empresas, ficando alguns, como o da CVRD, com rentabilidade média superior. Outra característica interessante que se verifica é que a queda de rentabilidade observada no setor produtivo estatal, a partir de 1987 (menos acentuada nos principais grupos), também ocorreu — numa proporção menor — entre as 500 maiores empresas privadas, mas apenas a partir de 1990. A origem dos retornos negativos entre o setor produtivo estatal concentrava-se no item **Demais Empresas**, que englobava, dentre outras, a Rede Ferroviária Federal (RFFSA), a Empresa de Correios e Telégrafos (ECT), as Companhias Docas, etc.

Tabela 2

Retorno sobre o patrimônio líquido do setor produtivo estatal versus o das quinhentas maiores empresas privadas — 1981/94

	(%)							
DISCRIMINAÇÃO	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Setor produtivo estatal (1)	6,0	1,7	0,7	4	-3,6	5,3	-11,1	-4,8
Principais grupos	13,9	11,1	7,5	10,4	10,2	12,8	1	4,4
CVRD	12,8	10,4	10,5	22,6	12,9	8,3	-6,4	7,8
Eletróbrás	15,2	12,9	10,8	8	3,8	9,6	-0,8	1,3
Petrobrás	11,1	7,2	6,6	7,6	18,9	22,9	1,2	3,8
Telebrás	15,8	13,1	0,8	10,6	8,5	6,3	7,6	11,4
Demais empresas	-2,3	-9,1	-6,1	-1,1	-19,6	-4,5	-33,8	-38,8
500 maiores empresas privadas (2)	9,2	9,8	7,7	12,7	13,2	13,3	6,5	10,8

DISCRIMINAÇÃO	1989	1990	1991	1992	1993	1994	MÉDIA
Setor produtivo estatal (1)	-0,2	-25,8	-1,5	-1,7	-7,8	4,2	-2,5
Principais grupos	5,4	5,1	0	1,8	3,3	4,2	6,5
CVRD	21,8	4,3	4	4,5	4	6,7	8,9
Eletróbrás	3,2	1,5	0,4	1,6	1,1	2,8	5,1
Petrobrás	1,5	8,8	-2	0	5,1	9,1	7,3
Telebrás	7,7	9,9	1,3	2,4	8,1	3,1	7,6
Demais empresas	-18,6	-150,7	-5,7	-23,1	-97,6	4,3	-29,1
500 maiores empresas privadas (2)	14	1,4	-3,6	0,4	3,1	10,7	7,8

FONTE: Sest, extraído de Giambiagi & Pinheiro (1996), Exame (1996).

(1) Exclusive instituições financeiras (2) Quinhentas maiores empresas privadas não financeiras

5 - Distribuição de dividendos

Quando se observa a distribuição de dividendos (Tabela 3), que é o que efetivamente entra no caixa do Governo, nota-se que eles são bem menores que os lucros das empresas no período entre 1988 e 1994. A CVRD, por exemplo, teve retorno sobre o patrimônio líquido médio de 7,6% e dividendo sobre o patrimônio líquido da União médio de 1,69% no período. A comparação entre as Tabelas 2 e 3 mostra que as empresas que permaneceram com alta rentabilidade entre o final da década de 80 e a primeira metade da década de 90, CVRD e Telebrás, tiveram um índice de retenção de lucros (lucros retidos/lucro total) elevado, ou seja, foram pouco distribuídos. Isso significa que são um mau investimento para o Governo? Não, necessariamente.

A literatura de investimento chama empresas que distribuem a totalidade dos lucros de “vacas leiteiras”, porque elas não teriam nenhuma perspectiva de crescimento. Ross *et alii* (1993, p.106) afirmam:

“(...) a política de distribuir a totalidade dos lucros pode não ser a melhor. Muitas empresas contam com oportunidades de investir em projetos rentáveis. Como esses projetos podem representar uma fração importante do valor da empresa, seria besteira sacrificá-los para pagar todos os lucros como dividendos (tradução dos autores)”.

Entretanto esses autores ressaltam a importância de os lucros retidos financiarem projetos com valor presente positivo. Há farta documentação na literatura de empresas com altos lucros, sem oportunidades de investimento com valor presente positivo, mas que, mesmo assim, distribuem poucos dividendos. Há, aqui, o “problema de agência” entre os interesses antagônicos dos acionistas e dos administradores. Estes, em muitos casos, têm incentivo para aumentar o tamanho da empresa, realizando investimentos, porque isto lhes traria maior poder, em vez de distribuir dividendos aos acionistas. Jensen (1986) cita o caso das indústrias petrolífera e de tabaco na década de 70, que, apesar de apresentarem altos lucros e poucas oportunidades de investimento, continuaram investindo.

Seria esse o caso das estatais lucrativas brasileiras como a CVRD e a Telebrás? Aparentemente, não. A Telebrás realizou muitos investimentos, porque o setor de telecomunicações passou por transformações tecnológicas profundas nos últimos anos, sendo o esforço de atualização uma necessidade para sua sobrevivência. Isso significa que maiores investimentos com valor presente positivo hoje podem representar maiores lucros, maior valor da empresa e maiores dividendos distribuídos, no futuro. Assim, a crítica muito freqüente de que as estatais, mesmo as lucrativas, distribuem poucos dividendos para o Governo nem sempre é procedente.

Tabela 3

Distribuição de dividendos da União/patrimônio líquido da União — 1988-94

EMPRESAS	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
CVRD	1,9	5,2	1,2	1,1	0,6	0,7	1,1
Eletrobrás	0,2	0,3	0,4	0	0,3	0,2	0,4
Petrobrás	2,9	1,0	0,9	0,1	0,4	0,4	0,7
Telebrás	0,7	0,3	0,5	0,3	2,5	0,4	0,4

FONTE: Sest, extraído de Giambiagi e Pinheiro (1996).

As Tabelas 3 e 4 sugerem, observando o conjunto do setor produtivo estatal, que o retorno do investimento do Governo foi negativo, significando, *ceteris paribus*, um mau negócio para este último. A rentabilidade média negativa, entre 1981 e 1994, mostra que as estatais funcionaram como uma fonte de permanentes prejuízos. Ao se observarem os maiores grupos, a conclusão torna-se, no mínimo, ambígua. A rentabilidade média do patrimônio foi um pouco abaixo das 500 maiores empresas privadas, embora tenha caído bastante nos primeiros anos da década de 90. Apesar de a distribuição de dividendos dos grupos com maior rentabilidade ter sido pequena, não é possível concluir, *a priori*, que esses grupos são um mau negócio para o Governo, porque lucros são retidos para permitir o financiamento de novos investimentos. Se estes tiverem valores presentes positivos, a empresa estaria apta a distribuir mais dividendos no futuro. A questão é saber se não estariam atuando “problemas de agência”, em que o interesse dos administradores das empresas estatais seria o de aumentar o tamanho da empresa, o que se contraporria aos interesses do Governo (o acionista), de receber dividendos.

6 - Privatização e crise fiscal

A privatização tem sido apontada como uma das peças mais importantes, no programa brasileiro, de ajuste fiscal por conta do potencial arrecadável, o que faria diminuir, sensivelmente, a dívida pública e, em consequência, a carga de juros paga pelo Governo. Para entender melhor a sua possível contribuição, é desejável que se trace um rápido panorama da situação fiscal recente no Brasil.¹³

As contas públicas brasileiras passaram por uma fase de deterioração significativa nos últimos três anos (Tabela 4): de um superávit operacional (resultado primário mais

¹³ Tratamento abrangente desse ponto pode ser encontrado em Giambiagi (1997) e em Velloso (1997).

juros reais) de 1,32% do PIB em 1994 para um déficit operacional de 4,79%, 3,75% e 4,30% do PIB em dezembro de 1995, 1996 e 1997 respectivamente. Entre dezembro de 1995 e o mesmo mês de 1996, tanto o resultado primário, que passou 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% do PIB em dezembro de 1994 para 5,14% do PIB no mesmo mês de 1995, foram responsáveis pela deterioração das contas públicas. O menor déficit operacional, em dezembro de 1996 *vis-à-vis* a dezembro de 1995, deveu-se à queda de juros reais, que passou para 3,66% do PIB em dezembro de 1996, enquanto o resultado primário passou a ser deficitário, 0,09% do PIB. Já em 1997, novamente o aumento do déficit primário, que passou para 0,94% do PIB, foi o responsável pela deterioração do resultado operacional, tendo em vista que o pagamento de juros reais caiu em relação ao ano anterior, ficando em 3,36% do PIB.

Tabela 4

Necessidades de financiamento do setor público

(% PIB)

DISCRIMINAÇÃO	DEZ/93	DEZ/94	DEZ/95	DEZ/96	DEZ/97
Operacional	-0,25	-1,32	4,79	3,75	4,30
Governo Federal e Bacen	0,00	-1,57	1,63	1,62	1,76
Estados e municípios	-0,23	0,56	2,31	1,82	2,26
Estatais	-0,02	-0,31	0,84	0,31	0,28
Primário	-2,62	-5,09	-0,35	0,09	0,94
Governo Federal e Bacen	-1,42	-3,05	-0,57	-0,38	0,27
Estados e municípios	-0,55	-0,85	0,17	0,55	0,74
Estatais	-0,65	-0,65	0,05	-0,08	-0,07
Juros reais	2,38	3,77	5,14	3,66	3,36
Governo Federal e Bacen	1,42	1,48	2,20	2,00	1,50
Estados e municípios	0,32	1,41	2,14	1,27	1,52
Estatais	0,63	0,88	0,79	0,39	0,35

FONTE: Bacen.

NOTA: Fluxo dos últimos 12 meses; a preços do último mês do período considerado.

Esses números esclarecem que não foi o pagamento de juros o responsável pela deterioração dos resultados fiscais, mas, sim, o resultado primário (receitas e despesas não financeiras). A piora do primário explica-se pelos seguintes fatores:

- a) queda brusca da inflação, que enfraqueceu um mecanismo muito utilizado pelos governos em suas três esferas (Federal, Estadual e Municipal), conhecido como "repressão fiscal"; na verdade, atrasos de pagamentos não indexados, desvalorizando-os em termos reais, enquanto a maior parte das receitas públicas estavam pelo menos parcialmente indexadas. Além disso, os salários dos servidores públicos eram rapidamente corroídos;

- b) aumento dos gastos com seguridade social, continuando uma tendência já observada desde a Constituição de 1988; tais gastos dobraram sua participação no PIB entre 1986 e 1996, de 2,8% para 5,6% do PIB em 1986 e 1996 respectivamente (conforme a Secretaria de Política Econômica). Em 1994, esses gastos encontravam-se em 4,9% do PIB, elevando-se para 5,6% em 1996. Tal aumento impossibilitou o INSS de transferir recursos para financiar a saúde, ficando o Tesouro Nacional como o responsável integral por essa despesa (VELLOSO, 1996). Os motivos específicos para o crescimento de tais gastos no período recente foram a expansão do número de beneficiários, porque muitos se aposentaram nos últimos anos por temer mudanças provocadas pela Reforma da Previdência em andamento no Congresso Nacional, e o reajuste 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 para a totalidade dos beneficiários da Previdência, o que não era uma exigência legal (GIAMBIAGI, 1997);
- c) deterioração dos resultados 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 foi a expansão dos gastos com pessoal, que consome, na maior parte dos estados, bem acima do limite de 60% da receita corrente líquida, conforme estabelecido pela Lei Camata. As empresas estatais contribuíram com a menor parcela da deterioração fiscal do setor público consolidado, evidenciando que o papel das necessidades de financiamento das empresas estatais na equação (1) é pouco significativo, persistindo as condições atuais.

Em 1997, as contas públicas apresentaram resultados bem melhores que os até out.-nov./96. Em dezembro, houve uma deterioração significativa, com o resultado operacional do setor público passando de 3,18% do PIB em novembro para 4,30% do PIB em dez./97 (dados do Bacen). Quando se desagrega o resultado, percebe-se que os responsáveis foram os Governos Estaduais e Municipais, notadamente os primeiros, como se esclarecerá na seção 8 deste trabalho, que passaram de um déficit de 1,48% do PIB em novembro para um déficit de 2,26% do PIB em dez./97. Isto porque os Governos Estaduais não utilizaram integralmente os recursos de privatização obtidos em dezembro para abater a dívida. Na esfera do Governo Federal, o aumento das receitas proporcionado pela Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) — 6% das receitas federais este ano —, com vigência assegurada até janeiro de 1999, e pelas receitas de concessão (1,8% da arrecadação federal em 1997), ambas inexistentes no ano anterior, permitiram que o seu déficit não aumentasse significativamente em relação ao ano anterior. No âmbito das

estatais, o processo de privatização tem contribuído para reestruturar as empresas, além do efeito direto, que é a retirada das empresas vendidas do cômputo das necessidades de financiamento das empresas estatais.

A tendência de comportamento das contas públicas nos próximos anos ainda não está claramente indicada. A crise no mercado internacional, gerada a partir dos ataques especulativos a países do Sudeste Asiático, forçou o Governo brasileiro a aumentar significativamente, em outubro de 1997, a taxa básica de juros internos, para evitar fuga de capitais sem ter de desvalorizar a taxa de câmbio. O efeito colateral foi a expansão do pagamento de juros por parte do Governo, que se refletiu principalmente a partir de janeiro de 1998, visto que boa parte da dívida, em outubro, estava pré-fixada. O tempo de duração da crise financeira internacional vai dar maior ou menor grau de liberdade ao Bacen para reduzir as taxas de juros (o que vem ocorrendo de forma gradual). Para contrabalançar o impacto negativo, o Governo Federal anunciou uma série de medidas¹⁴, a fim de melhorar o resultado primário consolidado (com impacto principal sobre o Governo Federal, mas algumas repercutem sobre estados e municípios e empresas estatais).

O problema é que as medidas, aparentemente, só vêm surtindo efeito do lado das receitas (recordes de arrecadação sucessivos), com os gastos públicos sofrendo várias pressões, em parte acomodadas pelo Governo. Exemplos são os aumentos concedidos aos militares, que devem representar cerca de R\$ 1,8 bilhão de despesas adicionais, e as despesas com outros custeios e capitais, que devem permanecer, em 1998, pelo menos no mesmo patamar de 1997. Assim, aumento no pagamento de juros sem geração de superávits primários expressivos implicam deterioração significativa nos resultados operacional e nominal. Para 1999 e 2000, há várias incógnitas a serem esclarecidas, como a permanência, ou não, da CPMF, cuja arrecadação deve alcançar cerca de R\$ 8 bilhões em 1998 e cuja vigência, a princípio, encerrar-se-ia em janeiro de 1999. Outro foco de pressão é um possível aumento salarial de servidores públicos, que, desde de janeiro de 1995, estão sem reajuste, encontrando-se várias categorias em greve.

O componente que se quer isolar neste trabalho é 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. Como

¹⁴ As medidas consistiram em ampliação de receitas (basicamente aumento das alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e sobre o Imposto de Renda (IR)) e redução de despesas (não-concessão de reajustes salariais aos servidores, cujos salários, há três anos, não são reajustados; e corte de investimentos e de custeio). Para uma análise detalhada, ver IPEA (1997).

explicado anteriormente, as receitas de privatização funcionam como um ajuste patrimonial, diminuindo a dívida líquida e, conseqüentemente, o pagamento de juros.

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

$$DLTSP_{(t+1)} = DLTSP_{(t)} + NFSP_{(t+1)} + (\text{Var. ajuste patrimonial}) \quad (5)$$

$$\text{Var. Ajuste patrimonial} = \text{Ajuste patrimonial}_{(t+1)} - \text{Ajuste patrimonial}_{(t)} \quad (6)$$

$$NFSP_{oper}(t+1) = NFSP_{prim}(t+1) + JRL_{(t+1)} \quad (7)$$

$$NFSP_{nom}(t+1) = NFSP_{prim}(t+1) + JNL_{(t+1)} \quad (8)$$

$$JNL_{(t+1)} = r DLTSP_{(t)} \quad (9)$$

$$JRL_{(t+1)} = c DLTSP_{(t)} \quad (10)$$

r = taxa de juros nominal média sobre a dívida

c = taxa de juros real média sobre a dívida

onde $DLTSP$ é a dívida líquida do setor público; $NFSP_{nom}$, $NFSP_{oper}$ e $NFSP_{prim}$ (esta última entra no modelo como hipótese) são as necessidades de financiamento do setor público nos conceitos nominal, operacional e primário respectivamente; JNL são os juros nominais líquidos; JRL são os juros reais líquidos; r e c são as taxas de juros nominal e real, respectivamente, sobre a dívida líquida total do setor público. Ajuste patrimonial corresponde ao reconhecimento de dívidas do setor público geradas no passado, às receitas de privatização e transferências de dívida ao setor privado (entram com sinal negativo) e ao ajuste metodológico da dívida do setor externo, em razão de os saldos serem corrigidos pela taxa de câmbio de final do período e de os fluxos serem corrigidos pela taxa de câmbio média do período. Para 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.

Para "rodar" o modelo, é preciso conhecer as magnitudes envolvidas, ou seja, qual o valor da dívida líquida do Governo e qual o potencial arrecadável com a venda das empresas estatais, a fim de saber se tal estratégia pode ter êxito.

A dívida líquida do setor público, em dezembro de 1997, estava em 34,4% do PIB ou cerca de R\$ 254 bilhões (conforme o Bacen). Resta saber o valor pelo qual as empresas de patrimônio do Governo Federal poderiam ser vendidas.

O potencial arrecadável com as privatizações não é de fácil estimativa, porque as avaliações são feitas próximas do ato de venda. Além disso, como se abordou em seção anterior, avaliações envolvem muitos elementos subjetivos. Vai-se utilizar uma estimativa apresentada pelo Boletim de Finanças Públicas do IPEA, de dezembro de 1997, baseada em números do BNDES e do Citibank. Esse documento estima uma arrecadação em torno de R\$ 76 bilhões entre 1998 e 2000, conforme Tabela 5.

Tabela 5

Estimativa de arrecadação com privatização — 1998/2000

ANOS	VALOR (R\$ bilhões)
1998	24
1999	29
2000	23
TOTAL	76

FONTE: Boletim de Finanças Públicas do IPEA.

Para avaliar a importância dessas receitas sobre a dinâmica da dívida pública, construíram-se dois cenários (utilizando o modelo acima), a fim de testar a sensibilidade da dívida diante das mesmas. Como hipóteses gerais,¹⁵ admitiram-se uma taxa de inflação de 4% de 1998 a 2000, taxas de crescimento do PIB de 2%, 3% e 3,5% em 1998, 1999 e 2000 respectivamente; déficits primários de 1,0% e 0,5% em 1998 e 1999 respectivamente e superávit de 0,5% do PIB em 2000; taxa de juros real sobre a dívida líquida do setor público de 15,4%, 11,7% e 11,7 e nominal de 20%, 16,2% e 16,2% em 1998, 1999 e 2000, respectivamente¹⁶; ajuste patrimonial, exclusive receitas de privatização, de R\$ 2 bilhões por ano, de 1997 a 2000.

No cenário 1, o Governo privatiza o montante (76) com o cronograma da Tabela 5. O que se observa (Tabela 6) é que a dívida líquida do setor público como proporção do PIB se eleva de 33,3% em dezembro de 1996 para 40,3% em 2000. Isso levando em conta que a taxa de juros subiu significativamente em outubro de 1997 e, apesar da tendência de queda, permaneceu, em média, em 1998, superior à taxa de antes da crise asiática. Em 1999, a taxa voltaria ao seu patamar de setembro de 1997, assim permanecendo no ano 2000. Além disso,

¹⁵ Tais hipóteses refletem o aumento das taxas de juros provocado pela crise asiática, o efeito das medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo Governo em outubro de 1997 e as várias pressões por aumento de gasto público, parcialmente acomodadas pelo Governo, sendo compatíveis com os cenários traçados pelo mercado. Ver os diversos boletins publicados por várias empresas de consultoria macroeconômica (ROSENBERG e Associados, Macrométrica, etc) e por institutos de pesquisa ligados ao Governo IPEA, Boletim de Finanças Públicas, 1998.

¹⁶ Esta é uma média ponderada da taxa nominal de juros, que incide sobre a dívida líquida total do setor público, incluindo até a dívida não onerosa (base monetária). Note-se que 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.

os sucessivos déficits primários, comuns aos dois cenários, ajudam a explicar o crescimento da dívida.

No cenário 2, o Governo interrompe o programa de privatização até o ano 2000. O que se verifica é um aumento da dívida pública como proporção do PIB, atingindo 50,9% 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* ao primeiro cenário.

Comparando-se os dois cenários, percebe-se a significativa contribuição da privatização para que a dinâmica da relação dívida/PIB não adquira uma trajetória explosiva: a sua presença, ou não, implica uma mudança de mais de 10 pontos percentuais do PIB no ano 2000 (40,3% com privatização contra 50,9% sem privatização). A Tabela 6 mostra os resultados alcançados nos dois cenários, a partir do modelo especificado e das hipóteses comuns anteriormente mencionadas.

Tabela 6

Dinâmica da dívida líquida, necessidades de financiamento e pagamento de juros pelo setor público com e sem privatização — 1996/2000

DISCRIMINAÇÃO	1996	1997(1)	1998(1)	1999(1)	2000(1)
	(% do PIB)				
Cenário 1 (R\$ 76 bilhões de privatização entre 1998 e 2000)					
Dívida líquida do setor público	33,25	34,63	38,20	39,63	40,28
NFSP nominal	5,88	6,10	7,55	6,63	5,39
Juros nominais	5,79	5,18	6,55	6,13	5,89
NFSP operacional	3,74	4,74	6,04	5,03	3,75
Juros reais	3,65	3,82	5,31	5,08	5,10
Cenário 2 (sem privatização) (1)					
Dívida líquida do setor público	33,25	36,49	42,85	47,58	50,96
NFSP nominal	5,88	6,10	7,90	7,38	6,57
Juros nominais	5,98	5,18	6,90	6,88	7,07
NFSP operacional	3,74	4,74	6,31	5,58	4,60
Juros reais	3,65	4,53	5,93	4,71	4,94

FONTE: Bacen.

Demais anos, estimativas dos autores.

NOTA: 1. Hipóteses comuns aos dois cenários: NFSP primário (% do PIB) – 1,0% em 1998; 0,5% em 1999; e -0,5% em 2000; taxa de juros nominal – 20% em 1998; 16,2% em 1999; e 16,2% em 2000; taxa de juros real – 15,4% em 1998; 11,7% em 1999; e 11,7% em 2000; taxa de crescimento do PIB – 2% em 1998; 3% em 1999; e 3,5% em 2000; taxa de inflação – 4% de 1998 a 2000.

2. As taxas de juros aqui utilizadas incidem sobre a dívida 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 permaneça constante entre 1998 e 2000).

(1) Estimativa dos autores, sendo que não constam no valor do ano de 1997 os cerca de R\$ 17 bilhões de privatizações.

Os dois cenários procuram ter hipóteses bastante realistas. Os resultados fiscais são negativos em ambos. A Tabela 6 é compatível com os cenários traçados atualmente por diversas empresas de consultoria em economia e com analistas respeitados pelo mercado. Caso o Governo não mova esforços no sentido de acelerar um ajuste fiscal, implementando, de fato, as reformas constitucionais e resistindo às pressões por aumentos de gastos públicos, a trajetória da dívida pública como proporção do PIB deve continuar ascendente, mesmo com um volume significativo de privatizações.

7 - A velocidade da privatização faz alguma diferença?

Sim. Se, por hipótese, o Governo arrecadasse os mesmos R\$ 76 bilhões de uma só vez em 1998, em vez de distribuí-los ao longo dos três anos, a relação dívida líquida/PIB atingiria 35,2% no ano 2000, quatro pontos percentuais do PIB menor do que os distribuindo ao longo dos anos. A razão é que se diminuiria, substantivamente, o pagamento de juros, em decorrência da abreviação do tempo.

Para analisar a importância da velocidade da privatização no ajuste fiscal, Larraín e Winograd (1996)¹⁷ comparam as experiências argentina e chilena; enquanto a privatização rápida e em larga escala na primeira teve um forte impacto positivo sobre as finanças públicas; na segunda, a privatização gradual e precedida de reestruturação das empresas teve impacto fiscal muito pequeno.

A Argentina passava, até o início dos anos 90, por um processo de grande desordem econômica, com hiperinflação, desindustrialização e finanças públicas deterioradas, o que provocou um crescimento contínuo da dívida pública. As empresas estatais eram mal administradas, em razão da grande influência dos sindicatos de trabalhadores, de políticos e de grupos empresariais privados; o que implicava elevada corrupção, resultando em um fluxo contínuo de prejuízos. Em suma, as empresas públicas argentinas eram vítimas de comportamento do tipo *rent-seeking*. Em 1991, o Governo anunciou um programa de estabilização econômica que incluía a conversibilidade da moeda argentina ao dólar norte-americano, taxa de câmbio fixa, um sistema de dupla moeda como meio de pagamento (dólar e peso), proibição de

¹⁷ Esta seção será baseada neste trabalho.

indexação de contratos e restrições ao financiamento do déficit via emissão de moeda; a privatização tinha o papel de financiar, temporariamente, o déficit e diminuir o endividamento público. A opção pela privatização rápida e em massa foi uma escolha clara do Governo pela maximização das receitas de venda em detrimento de considerações sobre eficiência alocativa. Assim, o Governo privatizou monopólios sem maiores preocupações com a regulação, porque avaliou que, naquele momento, o problema mais grave a resolver era macroeconômico, notadamente nas finanças públicas e no balanço de pagamentos. A privatização desempenhou, ainda, o papel de sinalizador para o mercado de que o Governo de fato estava comprometido com profundas reformas econômicas. Além disso, o abatimento da dívida externa permitiu que a taxa de juros cobrada ao País caísse (60% das receitas de privatização tiveram origem externa). Uma evidência da restauração da credibilidade argentina foi a redução do prêmio de risco de País de 15% em 1990 para 4% em julho de 1993, mês em que o Governo privatizou sua companhia de petróleo, YPF.

Os números do programa argentino são eloqüentes: em 1989, havia 92 empresas públicas, cujas receitas, despesas, prejuízos e transferências de recursos do Tesouro corresponderam, naquele ano, a 15,3%, 20,8%, 5,5% e 1,4% do PIB do País respectivamente. Em 1994, restavam apenas oito empresas públicas; das demais, 25 haviam sido vendidas, 12 concedidas, 18 liquidadas, três transferidas para províncias e municípios, e 25 estavam em processo de privatização. Considerados os títulos da dívida externa — aceitos como moedas de privatização — pelos valores nominais, arrecadaram-se US\$ 22,9 bilhões (12% do PIB médio do período) entre 1991 e 1994; pelo valor de mercado dos títulos, US\$ 14,7 bilhões (7,7% do PIB). Os pagamentos à vista representaram 44% das receitas totais; o restante foi pago em títulos da dívida externa, reduzindo-a em 23%. Há, entretanto, que se deduzir do montante arrecadado os custos do programa de privatização, que não foram desprezíveis; apenas o Plano de Demissão Voluntária, aplicado às empresas antes da privatização, custou US\$ 2 bilhões ao Governo.

Em suma, a privatização rápida e em massa teve um papel-chave na redução do endividamento externo argentino, na diminuição do **prêmio de risco** do País e na melhoria das finanças públicas entre 1991 e 1995. Além disso, como as empresas eram muito mal administradas, as vendas tiveram o efeito de longo prazo de reduzir os seus prejuízos para o Governo (e não os lucros, como seria de esperar da propriedade de ativos). O custo sobre a eficiência alocativa foi alto, porque não houve maiores preocupações com regulação ou promoção de competição; a prioridade do Governo era a maximização de receitas, incompatível com o objetivo de eficiência alocativa.

Seguindo ainda Larrain e Winograd, no Chile, a privatização teve características completamente distintas do caso argentino. O processo durou pelo menos 15 anos, passando por várias fases durante esse período. A primeira foi logo após o golpe de Estado que derrubou o governo socialista de Salvador Allende. O traço marcante foi a volta, para o setor privado, de empresas que haviam sido nacionalizadas durante o governo socialista (1970-73). A segunda fase iniciou-se em 1975 e foi até 1979; obteve-se 1,16% do PIB de receitas de privatização em média, por ano, durante o período. A principal característica foi a baixa preocupação com a eficiência alocativa: grupos privados com influência no Governo adquiriram empresas estatais dos setores industrial e bancário, sem maiores preocupações do Governo com a regulação.

Entre 1980 e 1984, as privatizações foram praticamente inexistentes (0,2% do PIB de média anual). Em 1982, a economia chilena passou por uma grande crise econômica (queda de 14,1% no PIB), a qual obrigou o Governo a empreender um programa de salvamento do setor privado, que custou 22,4% do PIB. Tal programa consistiu, praticamente, em uma nacionalização: o Banco Central assumiu a responsabilidade pelos empréstimos duvidosos feitos por empresas industriais e comerciais, a fim de garantir a solvência do sistema financeiro. O Governo impôs, ainda, forte controle sobre os principais bancos e fundos de pensão do País. Em contrapartida, o Governo adquiriu *status* de proprietário dos bancos e empresas que ajudou.

A partir de 1985, passado o período de ajustamento econômico, a economia voltou a crescer, e também retornaram as privatizações; entre 1985 e 1989, a economia cresceu à taxa média de 6,24% a.a., e as privatizações corresponderam à média anual de 1,4% do PIB.

O impacto da privatização sobre as contas públicas argentinas foi significativo, porque aquela ocorreu de forma rápida e em grande escala, sem maiores preocupações com eficiência alocativa. Isso teve efeito positivo, em razão de ter sinalizado para o mercado (principalmente internacional) o compromisso do Governo argentino com reformas econômicas, o que fez diminuir o prêmio de risco cobrado ao País; além disso, a estratégia de privatização por meio de *swap* da dívida externa por ações de empresas estatais permitiu que o endividamento externo se reduzisse significativamente.

Em resumo, no Chile o impacto da privatização sobre as contas públicas foi bem menor, porque o processo, apesar de ter envolvido magnitudes consideráveis, foi bem mais lento que o argentino, tendo durado pelo menos 15 anos; além disso, o Governo chileno promoveu reestruturações nas empresas antes da privatização.

8 - Uma questão adicional: governos estaduais e recursos de privatização

As contas públicas dos estados e municípios brasileiros deterioraram-se sensivelmente a partir de novembro de 1997, com o déficit público (no conceito nominal, fluxos dos últimos 12 meses), nessas esferas de Governo, passando de 2,79% do PIB em outubro daquele ano para 3,02% em novembro, 3,66% em dezembro, 3,68% em janeiro, 3,70% em fevereiro e 3,73% em março de 1998 como percentagem do PIB. Enquanto isso, ingressaram, por conta das privatizações, cerca de R\$ 7 bilhões nos cofres estaduais entre novembro de 1997 e fevereiro deste ano (dados da Secretaria do Tesouro Nacional). A alguém que desconheça a metodologia de cálculo do déficit público — as necessidades de financiamento do setor público — pode parecer estranho o seu aumento em um período em que ingressa uma significativa magnitude de receitas extras.

O problema acontece sempre que as receitas de privatização tenham qualquer outra utilização diferente do abatimento de dívidas reconhecidas como tal pelo Bacen, responsável pelo cálculo. Essas dívidas são 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 os 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, o caso de uma receita tributária. Há uma diminuição de ativo (empresa estatal), sem redução de passivo (dívida). Por isso, o déficit aumenta.

Seria defensável outra utilização para as receitas de privatização que não o abatimento de dívidas? O Professor Mário Henrique Simonsen costumava repetir que realizar gastos correntes com recursos obtidos pela venda de empresas estatais era o mesmo que um cidadão vender o apartamento e com o dinheiro viajar pelo Mundo, o que se justificaria para um moribundo, mas não para um país. E realizar investimentos? Esse ponto suscita divergências. Os mais conservadores só aceitam o abatimento de dívidas. Não falta, entretanto, quem defenda o uso dos recursos de privatização para construção de infra-estrutura econômica e social. O argumento é, se a dívida estiver sob controle e houver boas oportunidades de investimento, por que não investir?

Pelo cálculo do déficit adotado no Brasil, é indiferente se os recursos cobrem gastos correntes ou investimentos. Ambos implicam aumento do déficit público.

Essa metodologia não é internacionalmente consensual, embora seja a recomendada pelo FMI. A Grã-Bretanha, por exemplo, pioneira na desestatização, sempre contabilizou as receitas de privatização da mesma forma que as receitas tributárias. Realizar gastos com tais recursos não aumentava o déficit público, assim como não realizar gastos implicava superávit maior ou, conforme o caso, déficit menor.

Como o déficit dos estados está aumentando, exatamente em um período de privatizações, é provável que os recursos obtidos nas vendas das empresas, ou parte deles, não estejam abatendo dívidas. Em ano eleitoral, é de se esperar que os incentivos dos governadores para realizarem obras e até aumentarem salários de servidores sejam muito maiores do que para pagar dívidas. O fácil caminho, entretanto, de acusá-los de perdulários ou pouco comprometidos com a estabilização monetária não é o mais correto. Um exame minucioso das contas públicas estaduais apresentado no 10º Fórum Nacional, em maio deste ano, pelo Economista Raul Velloso, especialista em finanças públicas, mostra por quê.

Só com pessoal (ativos e inativos), os estados, em média, comprometem 70% da sua receita líquida, 23% da qual com inativos e pensionistas. Com custeio, 20% da receita líquida, sobrando apenas 10% para investimentos. São Paulo (40% do ICMS do País) compromete entre 60% e 65% da sua receita líquida com pessoal, e Minas Gerais, Paraná, Rio Grande do Sul e Rio de Janeiro (os quatro, 30% do ICMS do País), entre 80% e 85% de suas receitas líquidas com pessoal, sendo 38% só com inativos e pensionistas. Especialmente esses quatro estados, em que não sobra praticamente nada para investir, têm grande dificuldade de utilizar integralmente recursos de privatização para abater dívidas. Muitas demandas, como os números acima mostram, estão reprimidas.

Diminuir o déficit público é prioritário e urgente; mais ainda num contexto de estabilização monetária e de risco de ataques especulativos em que os chamados "fundamentos" da economia (o déficit público é um dos principais) devem ser os melhores possíveis. A solução passa, entretanto, necessariamente, pelas reformas previdenciária e administrativa, que permitam a redução do gasto público. Utilizar recursos de privatização para abater dívidas, do ponto de vista fiscal, é o ideal. As circunstâncias, entretanto, podem tornar o ideal não completamente exequível.

9 - Conclusão

O objetivo deste trabalho foi analisar a contribuição da privatização para o ajuste fiscal brasileiro. O Plano Real, a despeito do seu incontestável sucesso, tem como um de seus pontos vulneráveis a ausência de equilíbrio das contas

públicas, como apontado por muitos analistas. O Governo tem movido muitos esforços para corrigir essa deficiência, mas muitos deles envolvem reformas na Constituição, que necessitam de muitas negociações para serem aprovadas e, por isso, demandam tempo.

Ao mesmo tempo, o País entrou na fase mais importante do seu programa de privatização, esperando arrecadar mais de R\$ 75 bilhões entre 1998 e 2000, além dos R\$ 17 bilhões de 1997. Tais valores devem desempenhar um papel muito importante na transição entre a atual situação fiscal e a fase de equilíbrio duradouro nas contas públicas, somente possível quando as reformas constitucionais encaminhadas pelo Governo ao Congresso Nacional começarem a surtir efeitos.

Pelo modelo montado de avaliação do impacto da privatização sobre as contas públicas, verificou-se que, se mantidas as mesmas condições prevalentes no passado, a privatização tende a diminuir as necessidades de financiamento do setor público intertemporalmente. Esse modelo apontou três elementos com impacto sobre as NFSP: os dividendos não mais recebidos pelo Governo, os juros referentes à dívida abatida não mais pagos e as necessidades de financiamento das empresas estatais que saem do cômputo das NFSP. Os dados apresentados mostram que o Governo tem recebido poucos dividendos em relação ao seu patrimônio investido; tem pago uma taxa de juros bem superior ao retorno dos seus investimentos nas estatais, e as necessidades de financiamento das empresas estatais, apesar de não elevadas, têm sido positivas. A conclusão é que, mantidas as condições que vigoraram no passado, a privatização é um ótimo negócio para o Governo, diminuindo as NFSP intertemporalmente. É óbvio que nada garante que as condições do passado seriam mantidas. As estatais poderiam passar por um processo de reestruturação para se tornarem, de fato, rentáveis para o Governo. Ressalte-se que, apesar de possível, tal tarefa não seria fácil, porque a má performance das estatais é uma característica mundial, pelos baixos incentivos aos seus administradores para perseguirem a eficiência econômica, embora haja exceções. Do lado das taxas de juros, há uma certa tendência de queda para os próximos anos.

Em todo caso, o que se quer ressaltar é que mesmo que as empresas estatais fossem um negócio razoável para o Governo, pagando uma taxa de retorno pelo menos igual aos juros que Governo paga por sua dívida, ainda assim compensaria privatizar, a fim de se garantir uma transição entre a atual fase de dificuldades fiscais até uma situação mais confortável, com as reformas constitucionais surtindo seus plenos efeitos.

Bibliografia

- ARROW, K. J., LIND, R. C. (1970). Uncertainty and the evaluation of public investment decisions. **American Economic Review**, Providence, Rhode Island : Brown University, v.60, n.3., p.364-378.
- BOLETIM DE FINANÇAS PÚBLICAS (1997). Brasília : IPEA, v.1, n.1, 51p.
- BÖS, D. (1991). **Privatization: a theoretical treatment**. Oxford : Claredon. 315p.
- BUITER, W. H. (1985). A guide to public sector debt and deficit. **Economic Policy**, Cambridge : Cambridge University/ EHESC, v.1, n.1, p.13-79, Nov..
- DAMODARAN, A. (1997). **Avaliação de investimentos**. Quality Mark. 630p.
- GIAMBIAGI, F. (1997). **O ajuste fiscal de 1999/2000**. 38p. (mimeo).
- GIAMBIAGI, F., PINHEIRO, A. C. (1996). **Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil**. Brasília : BNDES. (Texto para discussão, 34).
- JENSEN, W. A. (1986). Agency costs of free cashflow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, New York, v.76, n.2, p.323-329.
- KAY, J., THOMPSON, D. (1986). Privatization: a policy in search of a rationale. **Economic Journal**, v.96, p.18-38.
- LARRAIN, G. WINOGRAD, C. D. (1996). Privatisation massive, finances publiques et macroéconomie: les cas de l'Árgentine e du Chili. **Revue Économique**, v.46, n.6.
- LIMA, E. Pontes (1997). **Privatização e desempenho econômico: teoria e evidência empírica**. Brasília : IPEA. 38p. (Texto para discussão, n.532).
- MAS-COLELL, A, WHINSTON, M. D., GREEN, J. R.(1995). **Macroeconomic theory**. Oxford University.
- MELLO, M. F. (1994). **Impactos fiscais da privatização**. (Anais da ANPEC). 501p.
- PAULA, G. M. (1997). Avaliação do processo de privatização da siderurgia brasileira. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.17, n.2., p.99-102.
- PROGRAMA Nacional de Desestatização principais eventos de 1996 e agenda para 1997 (1997). Brasília : MF/SPE. 22p. (mimeo).

- ROSS, S., WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. F. (1993). **Corporate finance**. Atlas. 670p.
- SHAPIRO, C., WILLIG, R. (1990). **Economic rationales for the scope of privatization**. Woodrow Wilson School/ Princeton University. (Olin program discussion paper, 41).
- SPRAOS, J. (1992). Um passeio teórico pela privatizações com ilustrações européias. In: ZINI, A. **O mercado e o estado no desenvolvimento dos anos 90**. Rio de Janeiro : IPEA. 200p.
- STIGLITZ, J. E. (1988). **The economics of public sector**. 2.ed. W.W. Norton. 692p.
- STIGLITZ, J. E. (1990). **On the economic role of the state**. Basil Blackwell. 178p.
- VELLOSO, R. (1997). **Deficit federal: evolução recente e perspectivas**. Brasília. 20p. (mimeo).
- VELLOSO, R. (1997a). **Como acelerar o ajuste fiscal**. INAE. 25p. (Trabalho apresentado no Fórum Nacional, IX).
- VELLOSO, R. (1998). **Balanco da situação das contas públicas no pós – Real**. Rio de Janeiro : INAE/ BNDES. 23p. (Trabalho apresentado no Fórum Nacional, X).
- VICKERS, J., YARROW, G. (1988). **Privatisation: an economic analysis**. The Mit. 454p.
- VICKERS, J., YARROW, G. (1991). Economic perspectives on privatization. **Journal of Economic Perspectives**, Stanford, v.5, n.2, p.111-132, Spring.
- WERNECK, R. L. F. (1987a). **Empresas estatais e política macroeconômica**. Campus. 124p.
- WERNECK, R. L. F. (1989). Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil. **Pesquisa e Planejamento Economico**, Rio de Janeiro : IPEA, p.277-308.
- WERNECK, R., BEVILÁQUIA, A (1997). **Fiscal policy sustainability in Brazil**. (mimeo).
- YARROW, G. (1989). Does ownership matter? In: VEL JANVSKI, Cento, ed. **Privatisation and competition: a market prospectus**. 239p.

Abstract

This text discusses the impact of privatization over public accounts from three different angles: in the first it verifies the intertemporal impact over the Financial Needs of Public Sector; in the second it observes if there are reasons for *a priori* patrimonial gain or loss with the sale of public enterprises and, in the third, it locates the role of revenues from privatization in assuring a transition between the present state of fiscal difficulties and an equilibrium position in public accounts when the structural reforms in course on public finances will be producing the results desired.