

# A questão do controle da necessidade de financiamento das empresas estatais e o orçamento de dispêndios globais da SEST

ROGÉRIO L. F. WERNECK \*

*O artigo contém uma análise crítica das bases em que está estruturado o controle financeiro que vem sendo exercido pela SEST sobre as empresas estatais federais. Mostra-se que a preocupação indevida com os dispêndios globais tem dificultado um controle criterioso do que realmente interessa: a necessidade de financiamento das empresas estatais. Analisa-se o real significado desta necessidade, as razões que justificam o seu controle e os critérios e mecanismos alternativos de controle. Ao final, utilizam-se algumas das conclusões para discutir o conceito de necessidade de financiamento do setor público como um todo e os princípios equivocados que têm presidido o controle desta variável na economia brasileira.*

## 1 — Introdução

Nos últimos anos, as empresas estatais federais foram submetidas, por parte do governo, a um rígido controle financeiro, inspirado pela busca de um maior alinhamento do comportamento do setor público descentralizado aos objetivos da política de estabilização macroeconômica, com vistas a aumentar a efetividade desta política. Este trabalho analisa criticamente alguns aspectos desta experiência, apontando distorções e equívocos envolvidos, tanto ao nível da forma como o controle é exercido quanto ao nível das suas bases conceituais.

A próxima seção discute a preocupação — indevida — em se centrar o controle nos dispêndios globais das empresas estatais, o que significa uma simples extensão a organizações empresariais de uma forma de controle financeiro adequada apenas a segmentos do governo propriamente dito. A Seção 3 examina os problemas resultantes da maneira indiscriminada com que o orçamento das empresas estatais lida com entidades de naturezas totalmente heterogêneas, o que decorre do caráter residual da abrangência deste orçamento.

A seção seguinte discute o conceito de necessidade de financiamento das empresas estatais, arguindo que uma política de orçamento equilibrado

\* Do Departamento de Economia da PUC/RJ.

para o setor público é plenamente consistente com a manutenção a longo prazo de uma necessidade positiva de financiamento das empresas estatais, desde que decorrente da simples incapacidade destas empresas para autofinanciar integralmente os seus investimentos. É claro que isto não significa dizer que não deve haver qualquer controle do governo sobre esta necessidade. De fato, na Seção 5 são examinadas precisamente as razões para a existência de um controle que limite o acesso das empresas estatais aos fundos disponíveis para o financiamento dos investimentos na economia. Tal controle, contudo, deveria basear-se em considerações muito distintas das que vêm sendo levadas em conta pelo governo, e que dizem respeito à busca de uma alocação ótima de recursos creditícios entre os setores privado e público, o que não deveria necessariamente implicar uma alocação nula destes recursos às empresas estatais.

Uma forma possível de controle é a fixação de tetos nominais para a necessidade de financiamento das várias empresas estatais. Implicitamente, é isto que se tem feito nos últimos anos no país, ainda que os tetos sejam fixados através de critérios que nada têm a ver com a busca da otimização da alocação dos fundos inversivos. No entanto, a fixação de tetos nominais é uma forma pouco sofisticada e inadequada de se limitar o acesso das empresas estatais ao crédito em uma economia com as características atuais da economia brasileira, tendo, inclusive, levado a sérias distorções no setor público produtivo, como se mostra na Seção 6. Na penúltima seção são discutidas formas alternativas de controle das necessidades de financiamento das empresas estatais que tenham um embasamento teórico mais sólido. A seção final apresenta as principais conclusões obtidas.

## 2 — A preocupação com os dispêndios globais

A busca de um maior grau de controle sobre o chamado setor público descentralizado, embora detectável desde meados da década de 70 em uma série de decisões político-administrativas do governo federal, adquiriu contornos mais nítidos, bem como maior efetividade, com a criação da Secretaria de Controle das Empresas Estatais (SEST), vinculada à Secretaria de Planejamento da Presidência da República (SEPLAN), no final de outubro de 1979.

A natureza da preocupação primordial que norteava esta busca de maior controle fica claramente evidenciada pelo instrumento básico de que foi dotada a SEST para exercer o controle requerido: o orçamento de dispêndios globais das “empresas estatais”. A ela caberia:

“... elaborar anualmente, com base nas informações fornecidas pelas empresas estatais, a proposta de *fixação de limites máximos de dispêndios globais dessas entidades* para a aprovação da Presidência

da República, no âmbito do Conselho de Desenvolvimento Econômico — CDE.

Este Orçamento, que sintetiza toda a programação financeira anual das empresas, se constitui na peça chave de controle da ação das empresas". [Cf. SEPLAN/SEST (1981, p. 19, grifos do autor).]

Através deste orçamento — cuja estrutura pode ser visualizada na Tabela 1 — estendeu-se ao setor público descentralizado uma forma de controle que, embora adequada a entidades governamentais propriamente ditas, é completamente despropositada para o segmento empresarial do setor público, como se verá.

Na tentativa de se consolidar as contas do setor público federal, tratou-se indiscriminadamente as receitas e as despesas, não importando a natureza da rubrica. Assim, a título de exemplo, um dispêndio no valor de  $x$  cruzeiros na folha de pessoal do Ministério da Justiça passou a ser tratado de forma idêntica a um dispêndio de igual montante na compra de carvão pela Companhia Siderúrgica Nacional, ambos implicando, supostamente, o mesmo impacto sobre o orçamento consolidado do setor público federal.

TABELA 1

*Estrutura do orçamento de dispêndios globais da SEST*

---

I — Dispêndios
Despesas de capital
Investimentos
Amortizações
Outras despesas de capital
Despesas correntes
Pessoal e encargos sociais
Encargos financeiros
Outros custeios
Dispêndios globais/Orçamento SEST
Aplicações líquidas
Total dos dispêndios e aplicações
II — Recursos
Receita operacional
Receita não-operacional
Outros recursos
Recursos do Tesouro
Operações de crédito
Variações nas operações de crédito de curto prazo
Variações de valores de terceiros
Variação do disponível
Total dos recursos

---

FONTE: SEPLAN/SEST (1984b).

Naturalmente, este tipo de enfoque deu lugar a uma visão extremamente distorcida das reais proporções do setor público descentralizado na economia brasileira, o que contribuiu para realimentar a preocupação com o controle do dispêndio global das entidades que o compõem.

Somando as despesas globais destas entidades, Doellinger (1982) constatou que o valor obtido alcançou cerca de 28,7% do PIB em 1981, o que o levou a concluir que:<sup>1</sup>

“... a julgar pelo dispêndio global, a função empresarial do Estado parece ser incomparavelmente mais relevante que o desempenho das suas demais funções, o que caracteriza, no mínimo, uma hipertrofia deste tipo de atribuição”.

Isto envolve um sofisma que decorre, em boa parte, de uma grave confusão entre valor agregado e valor bruto da produção. Na verdade, sabe-se que, em uma economia moderna, a simples soma dos dispêndios globais das unidades produtivas — o que inclui empresas estatais e privadas — supera, em muito, o que se define como produto interno bruto. O valor dos dispêndios globais de qualquer empresa — ou de um conjunto de empresas — inclui transações intermediárias, o que o torna não comparável a medidas de valor adicionado, como o PIB, ou ao dispêndio com a aquisição de bens e serviços finais por parte do governo propriamente dito. Ademais, inclui também dispêndios com amortizações, o que ainda agrava o despropósito da comparação.

É lícito que se compare, com o PIB, o valor do dispêndio com bens e serviços finais por parte do governo propriamente dito, a fim de se estimar a proporção do comando de poder de compra do governo sobre o PIB. Contudo, não é lícito em absoluto que, por simples extensão, se queira estimar a participação das empresas estatais no PIB a partir da soma de seus dispêndios globais. Embora pertencentes ao setor público, as empresas estatais estão em geral engajadas em atividades produtivas envolvendo transformações de bens e serviços em outros bens e serviços, o que implica dispêndios com matérias-primas, produtos intermediários, etc. Já os dispêndios com amortizações por parte destas empresas simplesmente não têm contrapartida no sistema de contas nacionais, pois não representam um novo fluxo real de bens ou serviços, mas sim transferências de ativos.

Poder-se-ia pensar que, se fossem excluídas as despesas com amortizações, os dispêndios globais das empresas estatais poderiam ser interpretados como uma estimativa do valor bruto da produção do conjunto de empresas estatais tomado como um todo, isto é, de forma consolidada. Mas nem mesmo isto é verdade. Embora as estimativas recentes da SEST para os dispêndios globais tenham sido feitas consolidando-se previamente os dados de empresas referentes a um mesmo grupo, não se fez uma consolidação

<sup>1</sup> A comparação do valor do dispêndio global das referidas entidades com o PIB é também feita em IPEA/IPLAN (1982, p. 86).

dos dados referentes a empresas pertencentes a grupos distintos. Há, portanto, dupla contagem do valor dos bens e serviços envolvidos nas transações entre as empresas. Por exemplo, sabe-se que o setor siderúrgico é o maior consumidor de energia elétrica do país. Naturalmente, o valor da energia elétrica utilizada nas empresas do Grupo SIDERBRÁS está incluído nas despesas destas empresas, assim como nos dispêndios do Grupo ELETROBRÁS pelo lado dos custos. É fácil imaginar uma série de outros exemplos que também envolvem dupla contagem de valores extremamente significativos.

Conclui-se, portanto, que o valor dos dispêndios globais das empresas estatais, considerado no orçamento SEST, representa um agregado que não se sabe bem o que significa ou o que mede, sendo totalmente destituído de sentido macroeconômico. É surpreendente, portanto, a centralidade que se atribui exatamente ao controle deste agregado pela SEST.

Esta centralidade parece decorrer, como se afirmou acima, da simples extensão da aplicação do instrumento orçamentário clássico de controle de entidades governamentais ao segmento empresarial do setor público. Esta interpretação ganha força quando se constata que o controle envolveu não só o estabelecimento de tetos para os dispêndios globais, mas também para as várias rubricas que compõem estes dispêndios, tais como pessoal e encargos sociais, encargos financeiros e outros custeios. Esta prática tem sido justificada pela SEST como necessária para assegurar a redução de custos. De fato, é uma forma usual de que isto seja alcançado em repartições públicas, embora totalmente descabida em empresas, onde constitui um método rudimentar de consecução deste objetivo, interferindo ineficientemente com a necessária autonomia que deve ter a direção destas empresas. O controle de preços, aliado à exigência de que sejam atingidas determinadas metas de desempenho financeiro, pode assegurar de forma muito mais eficiente a redução almejada.

Poder-se-ia alegar que o controle dos dispêndios globais representa apenas uma forma indireta de se fiscalizar aqueles que *não* são custeados com recursos próprios, e que não estaria havendo preocupação em se controlar os dispêndios globais em si. Esta interpretação é, todavia, claramente infundada. De fato, na Exposição de Motivos n.º 023/83-CDE, que submete o orçamento SEST referente a 1984 à aprovação do Presidente da República, reproduzida em SEPLAN/SEST (1984b, p. 21), é feito o seguinte esclarecimento:

“Cabe ter presente que, uma vez estimada a receita própria, com base nos parâmetros de preços adotados para o exercício orçamentário, quaisquer acréscimos de recursos daí advindos somente poderão ser utilizados pelas empresas com aprovação de Vossa Excelência, após exame e parecer da SEPLAN”.

A importância que se atribui ao controle de dispêndios globais *em si* não poderia ficar mais clara. Na mesma exposição de motivos há outra

passagem na qual este ponto é reênfatizado, revelando, ademais, a preocupação com a fixação de tetos por rubricas mencionada acima:

“... qualquer remanejamento de limites de dispêndio entre as diversas rubricas do Orçamento SEST/Dispêndios Globais-1984, *que não envolva alteração do teto global*, dependerá de prévia e expressa aprovação da SEPLAN, devendo o ato aprobatório ser comunicado aos interessados”. [Cf. SEPLAN/SEST (1984b, p. 33, grifos do autor).]

A possibilidade de manejar as empresas estatais como instrumentos de política macroeconômica de curto prazo, de forma a aumentar a eficácia desta política, foi o que inspirou a criação da SEST e tem inspirado a sua atuação. Naturalmente, pode-se discutir se as empresas estatais devem ou não ser manejadas desta forma, e até que ponto isto poderia ser feito sem acarretar conseqüências indesejadas. Mas mesmo que se aceite que este manejo é admissível, e se examine a questão do ponto de vista de sua racionalidade interna, não há por que, operacionalmente, centrar o controle sobre o valor dos dispêndios globais destas empresas.

### 3 — O tratamento homogêneo de entidades heterogêneas

O chamado orçamento das “empresas estatais” abrange as contas de centenas de entidades distintas que compõem o setor público federal descentralizado. A delimitação da abrangência deste orçamento seguiu considerações que equivalem a defini-la de forma residual. Pretendia-se elaborar um orçamento consolidado do setor público federal que fosse além do simples orçamento da União, que inclui, de um lado, a receita do Tesouro e, de outro, as despesas efetuadas pelos órgãos da administração direta da União, bem como as transferências do Tesouro às Autoridades Monetárias e às entidades que compõem o setor público descentralizado.

Percebia-se que o orçamento da União por si só era claramente um instrumento pouco eficaz de controle financeiro do setor público federal como um todo, na medida em que não incluía uma fração ponderável da despesa pública federal. Como parte desta despesa tem sido feita através das próprias Autoridades Monetárias, procurou-se exercer sobre ela um maior grau de controle através do aprimoramento do cômputo e do acompanhamento das contas fiscais no orçamento monetário, que já era, há muito, a peça-chave de manejo da política monetária. Contudo, isto ainda deixava fora de controle a parte importante da despesa que tem sido feita através das entidades que compõem o setor público federal descentralizado.

Surgiu daí a idéia de mais um orçamento, e apenas um, para controlar toda a despesa pública federal que não estivesse sendo feita diretamente pela União ou através das Autoridades Monetárias. Isto deu origem ao orçamento SEST, que ficou, portanto, com uma abrangência residual,

incluindo toda a variada gama de entidades que compõem o setor público descentralizado: autarquias, órgãos autônomos, fundações, empresas públicas, sociedades de economia mista e sociedades civis e limitadas. Para assegurar a abrangência pretendida, todas estas entidades foram rotuladas de "empresas estatais" para efeito do controle a ser exercido pela SEST.

Isto significou submeter entidades de naturezas completamente distintas a um mesmo tipo de controle financeiro, configurando-se, portanto, em uma solução claramente inadequada. Ter que acomodar em uma mesma estrutura orçamentária, de um lado, agências governamentais — cuja autonomia *vis-à-vis* ao governo central é apenas um arranjo administrativo para dotá-las de maior flexibilidade — e, de outro, empresas organizadas como sociedades anônimas controladas acionariamente pelo governo federal conduziu a distorções sérias, como a discutida na seção anterior. As empresas propriamente ditas foram submetidas à camisa-de-força de uma orçamentação que, embora defensável para o controle de agências governamentais descentralizadas, é totalmente inadequada para o controle financeiro de empresas.

O dispêndio global de uma agência governamental descentralizada, que geralmente tem uma receita própria desprezível, representa apenas um gasto indireto de recursos advindos do Tesouro e tem um impacto fiscal semelhante a qualquer outra forma de dispêndio público realizado pela União. E como tal é natural que seja objeto de controle. Já o dispêndio global de uma empresa estatal, capaz de financiar o seu custeio com receita própria, freqüentemente não tem qualquer impacto fiscal. Quando o tem, ele se mede pelo montante de recursos do Tesouro transferido a esta empresa. Do ponto de vista exclusivamente fiscal, o que importa, no que tange às empresas estatais, é o volume de recursos do Tesouro que direta e indiretamente a elas se transfere e não os seus gastos globais. Isto não significa em absoluto que não é importante exercer um controle sobre o acesso das empresas estatais a outras fontes de recursos, mas apenas que o tipo de preocupação que deve nortear tal controle não é de forma alguma uma preocupação eminentemente fiscal, como será visto nas próximas seções.

Tratando de uma maneira homogênea entidades tão heterogêneas, e rotulando-as como empresas estatais, o orçamento SEST levou também a visões distorcidas sobre o significado da absorção de recursos do Tesouro por estas entidades. Há centenas delas incluídas neste orçamento que, sendo simplesmente agências governamentais a operarem com relativa autonomia, têm nos recursos do Tesouro a fonte básica do financiamento dos seus dispêndios. São hospitais, universidades, escolas técnicas, fundações de pesquisa, agências executoras de políticas regional ou setorial. Sendo basicamente unidades de dispêndio, não há por que classificá-las como empresas. Mas, tendo sido assim classificadas, passou a ser mal compreendido o caráter natural das transferências de recursos do Tesouro a estas entidades, principalmente quando o discurso oficial com freqüência cha-

mava a atenção para o fato de que boa parte dos recursos do Tesouro acabava tendo que ser utilizada para “cobrir o *deficit*” do orçamento das “empresas estatais”.

Isto tem levado a uma visão duplamente distorcida: de um lado, alardeia-se a idéia de que as transferências de recursos do Tesouro são primordialmente absorvidas pelas empresas estatais propriamente ditas, que passaram a ser freqüentemente vistas como causadoras de uma forte pressão sobre o orçamento da União; e, de outro, coloca-se em dúvida a legitimidade das transferências do Tesouro às agências que desenvolvem atividades tipicamente governamentais, e que estão classificadas no orçamento SEST como empresas estatais.

Na verdade, a distribuição das transferências do Tesouro às entidades incluídas no orçamento SEST, apresentada na Tabela 2, revela que entre 1981 e 1983 as empresas estatais propriamente ditas absorveram no máximo cerca de 1/3 dos recursos transferidos, sendo que recentemente esta participação atingiu apenas pouco mais de 1/4. A maior parte dos recursos, como se vê, tem sido destinada às entidades típicas de governo e, em menor escala, à previdência social.

Estes dados também expõem o equívoco envolvido no alardeado argumento de que “. . . o aumento das transferências que se destinam a financiar gastos de empresas estatais . . . tende a atingir principalmente aplicações nos programas sociais. . .” [cf. Doellinger (1982, p. 105)].

Como se vê na Tabela 2, as referidas transferências não têm na verdade sido primordialmente destinadas às empresas estatais propriamente ditas,

TABELA 2

*Distribuição das transferências do Tesouro a entidades federais não-financeiras incluídas no orçamento SEST — 1981/83*

(Cr\$ bilhões correntes)

Discriminação	1981		1982		1983	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Transferências a entidades típicas de governo	492,4	51,31	966,6	53,33	2.180,6	58,90
Transferências à previdência social	132,6	13,82	325,4	17,95	545,7	14,74
Subtotal	625,0	65,13	1.292,0	71,28	2.726,3	73,64
Transferências a empresas do setor público produtivo	334,6	34,87	520,6	28,72	975,8	26,36
Total	959,6	100,00	1.812,6	100,00	3.702,1	100,00

FONTE: SEST.

mas a entidades governamentais — boa parte das quais dedicadas a desenvolver exatamente programas sociais — erroneamente classificadas como empresas estatais.

Na sua forma atual, o orçamento SEST somente contribui para a subsistência destas visões distorcidas. É bem verdade que, mais recentemente, sensível a críticas que vinham sendo feitas há algum tempo [cf., por exemplo, Werneck (1982 e 1983)], a SEST passou a dividir e a tratar separadamente as entidades sob seu controle em cinco conjuntos distintos, que foram definidos da seguinte forma:

a) Empresas do setor produtivo estatal — “são as (234) empresas que produzem bens e serviços, quase sempre de forma monopolista ou oligopolista. . . Normalmente, essas empresas são regidas pela Lei n.º 6.404/76, que regula a atuação das Sociedades por Ações e, em geral, somente dependem de aportes do Tesouro nas fases de implantação ou de ampliação de seus projetos de investimento. Os gastos operacionais são atendidos através de recursos próprios salvo poucas exceções. . .” [cf. SEPLAN/SEST (1984a, p. 10)].

b) Entidades típicas de governo — “são as (190) instituições regidas em geral pela Lei n.º 4.320/64 (órgãos autônomos, autarquias e fundações, entre outros), que possuem objetivos típicos da atividade governamental (educação, saúde, fiscalização, normalização) e dependem basicamente de recursos do Tesouro” [cf. SEPLAN/SEST (1984a, p. 10)].

c) Previdência social — “são as (7) entidades que compõem o Sistema Nacional de Previdência e Assistência Social (SINPAS), cuja fonte básica de recursos são as contribuições legais feitas por empregados e empregadores” [cf. SEPLAN/SEST (1984a, p. 10)].

d) Bancos oficiais federais — “são as (14) instituições financeiras oficiais regidas pela Lei n.º 4.595/64, cujas aplicações dependem do Conselho Monetário Nacional” [cf. SEPLAN/SEST (1984a, p. 10)].

e) Concessionárias — “são as (26) empresas [dos Estados] que operam no setor de energia elétrica por autorização do Governo Federal [e que são incluídas no Cadastro SEST] dado o grau de dependência de decisões na área federal no que diz respeito ao programa de investimentos” [cf. SEPLAN/SEST (1984a, pp. 10 e 31)].

Contudo, apesar da separação, todas estas entidades continuam sendo inapropriadamente rotuladas de “empresas estatais”. E os orçamentos, embora os relatórios SEST apresentem os dados separados, continuam sendo também agregados, e é assim que têm sido mais frequentemente analisados no debate econômico nacional, o que permanece dando lugar a todo tipo de equívoco. Ademais, a separação em conjuntos distintos não significou uma mudança no problemático tratamento orçamentário homogêneo de entidades fundamentalmente heterogêneas.

#### 4 — A necessidade de financiamento das empresas estatais

O esforço de montagem de um orçamento consolidado do setor público federal, a partir do final da década passada, permitiu que fosse estimado o que se convencionou chamar de *deficit* global do setor público federal. A esta variável passou-se a atribuir uma importância central no debate econômico nacional desde então.

O referido orçamento é resultado da consolidação do orçamento da União, das contas do setor público junto às Autoridades Monetárias e do orçamento das empresas estatais. O primeiro tem sido basicamente um supridor líquido de recursos para os demais, o que decorre, em boa parte, do fato de nele se incluir toda a receita tributária da União, mas apenas uma fração do seu dispêndio tipicamente governamental, já que são considerados apenas os gastos efetuados através dos órgãos da administração direta. Já as contas do setor público no orçamento monetário têm sido sistematicamente deficitárias nos últimos anos. As receitas — constituídas principalmente pelas transferências de recursos advindos do orçamento da União — têm sido insuficientes para cobrir os dispêndios de natureza fiscal realizados através das Autoridades Monetárias, o que dá origem a uma parte substancial do que vem sendo chamado de *deficit* global do setor público federal. A parte restante tem sido atribuída ao que foi rotulado de *deficit* das empresas estatais.

A redução destes dois componentes do *deficit* global do setor público federal tem sido vista como um elemento crucial na política de combate à inflação e de estabilização do balanço de pagamentos. É exatamente desta visão que decorre a busca de uma compressão nos dispêndios globais das empresas estatais, tal como discutido na seção anterior. É importante, por conseguinte, que se analise com mais detalhe o que vem sendo chamado de *deficit* das empresas estatais.

Na Tabela 3 a seguir, pode-se verificar como se estabelece, a partir das contas que compõem o orçamento SEST de dispêndios globais, a definição do *deficit* das empresas estatais. Fixado o nível da transferência de recursos do Tesouro para o orçamento SEST, este *deficit* é definido de tal forma que somente seria nulo caso também fosse nulo o fluxo líquido consolidado de operações creditícias de qualquer natureza realizadas pelas entidades cujos orçamentos estão aí incluídos, ou seja, se os recursos creditícios, advindos de operações de crédito, variações nas operações de crédito de curto prazo e variações de valores de terceiros (que refletem basicamente modificações nas posições devedoras com fornecedores e empreiteiros), fossem exatamente compensados pela soma dos dispêndios com amortizações e das aplicações líquidas realizadas por tais entidades. Visto de outra forma, isto significa que qualquer uma destas entidades, tomada isoladamente, só não seria classificada como deficitária caso todo o seu dispêndio — de custeio e de capital, exclusive gastos com amortizações e aplicações líquidas — fosse autofinanciado ou coberto com transferências do Tesouro, ou seja, se não houvesse qualquer aumento da dívida real desta entidade.

TABELA 3

*O orçamento SEST e o cômputo do deficit das empresas estatais*


---

I — Dispêndios
Despesas de capital
Investimentos
Amortizações
Outras despesas de capital
Despesas correntes
Pessoal e encargos sociais
Encargos financeiros
Outros custeios
Dispêndios globais/Orçamento SEST
Aplicações líquidas
Total dos dispêndios e aplicações
II — Recursos
Receita operacional
Receita não-operacional
Outros recursos
Recursos do Tesouro
Operações de crédito
Variações nas operações de crédito de curto prazo
Variações de valores de terceiros
Variações do disponível
Total dos recursos
III — <i>Deficit</i>
(Receita operacional + Receita não-operacional + Outros recursos + Recursos do Tesouro + Variações do disponível) — (Despesas correntes + Investimentos + Outras despesas de capital)
IV — <i>Financiamento do deficit</i>
Operações de crédito + Variações nas operações de crédito de curto prazo + Variações de valores de terceiros — Amortizações — Aplicações líquidas

---

O *deficit* significa, portanto, apenas a necessidade de financiamento, através de recursos creditícios, das entidades incluídas no orçamento SEST. A heterogeneidade destas entidades, discutida na seção anterior, dificulta o entendimento claro do real significado desta necessidade em termos agregados. A posição deficitária deve ser interpretada de maneiras distintas, dependendo do caráter da entidade considerada. Caso se trate de uma entidade típica de governo, que em geral conta com uma receita própria negligenciável e que custeia seus gastos correntes basicamente com transferências do Tesouro, uma posição deficitária deve ser vista da mesma maneira como se veria um *deficit* no orçamento da União. Seria um segmento do governo — ainda que pertencente à administração indireta —

cujos dispêndios, correntes e de capital, têm que ser em parte financiados através de recursos creditícios. Conceitualmente, a emissão de dívida advinda desta necessidade de financiamento não deveria ser encarada de maneira diferente de uma emissão de dívida pública *stricto sensu*.

É totalmente distinta, contudo, a forma como deve ser interpretada a posição deficitária de uma empresa estatal propriamente dita. Uma empresa que consegue custear seus gastos correntes e parte dos seus gastos de capital com receita própria — derivada primordialmente da venda dos bens e serviços que produz — pode ter necessidade de financiar parte dos seus investimentos com recursos creditícios. Seja ela estatal ou privada, é natural que isto ocorra. Uma empresa estatal, tal qual uma empresa privada, tem uma parcela importante de seus ativos financiada através de capital de terceiros. Se ela estiver empenhada em um esforço ponderável de investimento — e várias empresas estatais de fato estão —, os seus ativos deveriam estar crescendo em termos reais. E o normal é que parte deste crescimento seja financiada por capital de terceiros, dando origem a uma necessidade de financiamento positiva, que a rigor só poderia ser rotulada de *deficit* no sentido em que se usa esta expressão em uma análise de fluxos de fundos. Normalmente, em uma economia moderna, os agentes investidores são deficitários. Absorvem recursos poupados por outros agentes da economia, que poderiam ser vistos como superavitários.

O que não pode ser justificado é que se transponha do governo propriamente dito para as empresas estatais a ótica do orçamento equilibrado, que se tenha como meta a eliminação do *deficit* das empresas estatais e se siga uma política de induzir cada empresa a reduzir o seu *deficit* a zero, tão logo quanto possível. Tal *deficit* reflete, como se viu, apenas a necessidade de financiamento a ser coberto com operações creditícias, e não há por que se pressupor que o ideal seja anular esta necessidade. Ao contrário, se a empresa está empenhada em um programa de investimentos, como se espera que esteja a longo prazo, esta necessidade deveria normalmente ser positiva.

O pleno entendimento desta questão foi com certeza dificultado pelo fato de que freqüentemente, nos últimos anos, esta necessidade tem sido tratada no debate econômico nacional não só como *deficit*, mas também como “rombo” ou “estouro” das estatais, e a sua existência atribuída primordialmente à ineficiência e ao descontrole financeiro destas empresas.

A prática de se trabalhar com o orçamento consolidado do setor público não deve obscurecer o fato de que o setor público é composto de segmentos extremamente distintos, e que não há por que ter como objetivo financiar integralmente as suas necessidades de recursos sem apelar para operações creditícias que não sejam de dívida pública *stricto sensu*. Tal objetivo é totalmente destituído de sentido no caso do segmento do setor público inserido no aparelho produtivo da economia — as empresas estatais. Não é razoável, portanto, que do ponto de vista estritamente fiscal se busque a eliminação do *deficit* consolidado do setor público federal, na forma com que tem sido definido. A permanência de um certo *deficit*

advindo da necessidade de financiamento das empresas estatais é plenamente justificável do ponto de vista fiscal, mesmo quando no resto do setor público esteja sendo adotada uma política estrita de orçamento equilibrado.<sup>2</sup>

Isto, evidentemente, não significa que o governo deva abrir mão do controle sobre a necessidade de financiamento das empresas estatais, mas apenas que as considerações que norteiam tal controle devem ser um tanto distintas.

## 5 — Razões para o controle da necessidade de financiamento

Na seção anterior arguiu-se que mesmo a adoção de uma política estrita de orçamento equilibrado no setor público não deve ter como corolário a anulação da necessidade de financiamento das empresas estatais, para as quais — e nisto em nada se distinguem das empresas privadas — o equilíbrio financeiro pressupõe a persistência de uma necessidade de financiamento positiva a longo prazo. É óbvio, contudo, que esta necessidade deve estar submetida a alguma forma de limitação.

Quando se trata de uma empresa privada, as formas com que esta limitação opera são bem conhecidas. Necessidades de financiamento exageradas podem vir a enfraquecer sua estrutura patrimonial, aumentando excessivamente a participação do capital de terceiros *vis-à-vis* ao capital próprio, o que conduz ao risco de a empresa vir a se defrontar com uma situação de insolvência cada vez maior. Normalmente, a simples aversão ao risco leva a direção da empresa a estabelecer um limite para a sua necessidade de financiamento.<sup>3</sup> Por outro lado, e independentemente da empresa, a avaliação de risco feita pelo próprio mercado de capitais opera no sentido de encarecer ou simplesmente racionar o acesso da empresa a novos recursos a partir de determinado ponto.

Estes processos limitadores, embora possam eventualmente falhar, em geral funcionam razoavelmente bem no caso de empresas privadas. Contudo, não se pode de forma alguma esperar que o façam no caso de empresas estatais. Em primeiro lugar, o mercado de capitais tende a atribuir — quase sempre acertadamente — riscos reduzidíssimos às operações de crédito efetuadas com empresas estatais, que são vistas como merecedoras permanentes da garantia implícita, se não explícita, do Estado.

<sup>2</sup> Críticas nesta linha vêm sendo feitas há algum tempo [cf. Werneck (1982 e 1983)]. Naturalmente, isto não tem evitado que o governo continue insistindo em considerar altamente prioritária a eliminação total do *deficit* global do setor público, ou mesmo a sua transformação em ligeiro *superavit*, como revela a política seguida em 1984.

<sup>3</sup> Para uma análise detalhada deste aspecto, cf., por exemplo, Malkiel (1971).

Neste sentido, uma empresa estatal acaba se defrontando com uma curva de oferta de crédito infinitamente elástica para efeitos práticos. Em segundo lugar, embora se possa supor que a direção da empresa estatal possa também levar em conta os riscos advindos do endividamento excessivo, é quase certo que, na avaliação destes riscos, não seja imputada a um cenário de insolvência a mesma gravidade que tenderia a ser imputada em condições idênticas em uma empresa privada. As conseqüências de um cenário de insolvência tendem a ser vistas — de novo, acertadamente — como menos catastróficas no caso da empresa estatal. Ademais, a própria percepção de que a empresa pode contar com uma oferta de crédito ilimitada leva a que seja atribuído ao cenário de insolvência uma probabilidade muito pequena.

Poder-se-ia contra-argumentar que uma empresa estatal, constituída como uma sociedade anônima cujo controle está em mãos do Estado, pouco diferiria, nos aspectos relevantes para o problema aqui discutido, de uma moderna sociedade anônima privada. Nesta última, o processo progressivo de separação entre propriedade e controle, detectado no estudo clássico de Berle e Means (1932) e observável em estágio mais avançado nas economias capitalistas mais desenvolvidas, também colocaria o problema da escolha delegada. Não há nada que assegure que os dirigentes da empresa ajam sempre no sentido de maximizar os interesses dos acionistas. Assim, nada assegura que a avaliação de riscos feita pelos dirigentes a cada momento reflita corretamente a aversão ao risco dos acionistas. Em particular, escolhas sobre a necessidade de financiamento adequada, tendo em vista o impacto sobre o endividamento da empresa e o conseqüente aumento da probabilidade de um cenário de insolvência, poderiam também acabar levando ao recurso exagerado ao capital de terceiros.

Embora se deva reconhecer que ainda existe lugar para a ocorrência deste tipo de comportamento no setor privado, é inegável que o espaço para isto é ainda muito maior no caso das empresas estatais. Não só porque a avaliação independente dos riscos feita pelo mercado de capitais tende a ser muito mais leniente com as empresas estatais, mas também porque as sanções sofridas pelos dirigentes em conseqüência de erros graves de avaliação de risco tendem a ser muito menos sérias.

Evidentemente, não se está afirmando que as necessidades de financiamento das empresas estatais devam ser dimensionadas com base em algum critério de avaliação “correta” do risco de insolvência. Simplesmente, argüi-se que o mecanismo natural de limitação desta necessidade em uma empresa privada acaba sendo pouco relevante, para todos os efeitos práticos, no caso de uma empresa estatal.

O fato, portanto, é que, se não existir alguma forma de controle da necessidade de financiamento das empresas estatais, haverá uma tendência para que estas absorvam uma parcela excessiva dos fundos disponíveis no mercado de capitais e para que o seu investimento assumam uma importância maior, *vis-à-vis* ao investimento privado, do que se poderia desejar a longo prazo.

Uma das maneiras de se lidar com este problema é a fixação exógena, por algum órgão controlador, de tetos para as necessidades de financiamento das empresas estatais. Nos últimos anos, a SEST tem apelado para esta forma de controle, ainda que isto tenha sido encarado como uma etapa intermediária de um processo de controle que idealmente deveria vir a conseguir impor uma necessidade nula de financiamento a longo prazo. A rigor, isto constitui uma forma pouco sofisticada e inadequada de se limitar o acesso das empresas estatais ao crédito, e que tem levado a sérias distorções no setor público produtivo.

## 6 — Tetos nominais, inflação e desvalorização cambial

Um modelo bastante simples pode ajudar a compreensão das distorções que a fixação de tetos nominais para a necessidade de financiamento das empresas estatais pode acarretar, em uma economia com as características atuais da economia brasileira.

Seja  $A$  o valor dos ativos de uma empresa estatal em um dado ano,  $A_p$  o valor do seu capital próprio e  $D$  o valor do capital de terceiros. Naturalmente, isto permite escrever:

$$A = A_p + D$$

Decompondo-se o capital de terceiros em dívida interna  $D_a$  e dívida externa  $D_f$ , tem-se que:

$$A = A_p + D_a + D_f \quad (1)$$

Ao final de um ano, o aumento nominal do ativo ( $\Delta A$ ) deverá ter sido compatível com a expansão nominal dos vários componentes do passivo:

$$\Delta A = \Delta A_p + \Delta D_a + \Delta D_f$$

Uma equação equivalente, para variações reais, poderia ser obtida simplesmente escrevendo-se:

$$\Delta A - rA = \Delta A_p + \Delta D_a + \Delta D_f - rA$$

onde  $r$  é a taxa anual de inflação esperada.

Usando-se (1), a equação acima pode ser reescrita:

$$\Delta A - rA = \Delta A_p - rA_p + \Delta D_a - rD_a + \Delta D_f - rD_f$$

o que, por sua vez, permite escrever:

$$\frac{\Delta A}{A} - r = \left( \frac{\Delta A_p}{A_p} - r \right) \frac{A_p}{A} + \left( \frac{\Delta D_d}{D_d} - r \right) \frac{D_d}{A} + \left( \frac{\Delta D_f}{D_f} - r \right) \frac{D_f}{A} \quad (2)$$

Seja, agora:

$$v = \frac{D}{A} = \frac{D_d + D_f}{A} \quad (3)$$

a taxa de endividamento da empresa e:

$$\phi = \frac{D_f}{D} \quad (4)$$

a proporção entre o valor da dívida externa e a dívida total da empresa.

Isto permite reescrever a equação (2) da seguinte forma:

$$\frac{\Delta A}{A} - r = \left( \frac{\Delta A_p}{A_p} - r \right) (1 - v) + \left( \frac{\Delta D_d}{D_d} - r \right) (1 - \phi) v + \left( \frac{\Delta D_f}{D_f} - r \right) \phi v \quad (5)$$

Em relação a esta equação, o processo de controle poderia ser — em termos otimistas — visto da seguinte forma: da negociação da empresa estatal e do ministério relevante com a SEST, e tendo-se em vista prioridades setoriais, poderia resultar a determinação do programa de investimentos considerado razoável para o ano, o que implicaria uma determinada taxa de expansão real do ativo  $\bar{q}_A$ , ou seja:

$$\frac{\Delta A}{A} - r = \bar{q}_A$$

A partir do que se espera venham a ser a taxa de inflação ( $\bar{r}$ ) e o acréscimo de capital próprio com que a firma poderá vir a contar ( $\Delta A_p$ ), pode-se fixar um par de valores  $\bar{\Delta D}_d$  e  $\bar{\Delta D}_f$  tais que:

$$\bar{q}_A = \left( \frac{\bar{\Delta A}_p}{A_p} - \bar{r} \right) (1 - v) + \left( \frac{\bar{\Delta D}_d}{D_d} - \bar{r} \right) (1 - \phi) v + \left( \frac{\bar{\Delta D}_f}{D_f} - \bar{r} \right) \phi v \quad (6)$$

o que poderia ser visto como a fixação de um teto ( $\overline{\Delta D}$ ) para a necessidade de financiamento da empresa estatal, onde:

$$\overline{\Delta D} = \overline{\Delta D_d} + \overline{\Delta D_f}$$

Com isto, só seria permitido à empresa acesso a recursos creditícios adicionais estritamente compatíveis com o programa de investimentos considerado razoável.

Como se viu, tudo isto pressupõe uma estimativa do acréscimo de capital próprio com que a firma poderá contar. É importante verificar quais são os determinantes deste acréscimo.

O aumento real de capital próprio ( $\Delta A_p - rA_p$ ) poderá advir ou da retenção de lucros ( $\pi_{Ret}$ ) ou da subscrição de ações ( $S$ ) pelo Tesouro e por acionistas privados, o que permite escrever:

$$\Delta A_p - rA_p = \pi_{Ret} + S \quad (7)$$

Pode-se ver  $\pi_{Ret}$  como uma função da taxa de retenção de lucros ( $\omega$ ), da alíquota do imposto sobre o lucro ( $\tau$ ), da taxa real de retorno sobre o ativo ( $\rho_R$ ) e dos encargos financeiros sobre o capital de terceiros da empresa, o que permite escrever:

$$\pi_{Ret} = \omega(1 - \tau) [\rho_R A - i_d D_d - (\theta + i_f) D_f]$$

onde  $i_d$  é a taxa de juros real média incidente sobre a dívida interna da empresa,  $i_f$  a taxa correspondente incidente sobre a sua dívida externa e  $\theta$  a taxa de desvalorização cambial real.

Usando-se (3) e (4), a equação acima pode ser reescrita da seguinte forma:

$$\pi_{Ret} = \omega(1 - \tau) [\rho_R - i_d(1 - \phi)v - (\theta + i_f)\phi v] A$$

Introduzindo-se esta expressão na equação (7), obtém-se:

$$\Delta A_p - rA_p = \omega(1 - \tau) [\rho_R - i_d(1 - \phi)v - (\theta + i_f)\phi v] A + S$$

o que permite escrever, quando se dividem ambos os lados da expressão por  $A_p$ :

$$q_{A_p}^e = \frac{\Delta A_p}{A_p} - r = \frac{\omega(1 - \tau) [\rho_R - i_d(1 - \phi)v - (\theta + i_f)\phi v]}{1 - v} + \frac{S}{A_p} \quad (8)$$

onde  $q_{A_p}^e$  é a taxa efetiva de crescimento real do capital próprio.

Deixando de lado por um momento esta equação, e voltando à equação (5), é fácil dar a ela uma interpretação diferente, reescrevendo-a da seguinte forma:

$$q_{A_p}^n = \frac{\Delta A_p}{A_p} - r = \frac{q_A - \left( \frac{\Delta D_d}{D_d} - r \right) (1 - \phi) v - \left( \frac{\Delta D_f}{D_f} - r \right) \phi v}{1 - v} \quad (9)$$

onde  $q_{A_p}^n$  é a taxa necessária de crescimento real do capital próprio. Necessária para quê? Para viabilizar o programa de investimentos que implica  $q_A$ , dados os acréscimos nominais nos dois tipos de capital de terceiros.

Se a orçamentação feita através da equação (6) for perfeita, deverá haver ao final do ano uma coincidência entre as taxas necessária e efetiva de crescimento do capital próprio da empresa, implicando que:

$$q_{A_p}^e = q_{A_p}^n = \overline{q_{A_p}} = \frac{\Delta A_p}{A_p} - r$$

onde  $\overline{q_{A_p}}$  é a taxa esperada de crescimento real do capital próprio utilizada na equação (6) para efeito da fixação de um teto para a necessidade de financiamento da empresa.

Contudo, dadas as condições atuais da economia brasileira, tem havido na realidade amplo espaço para que a orçamentação não seja tão perfeita, em decorrência principalmente da possibilidade de erros graves nas estimativas da taxa de inflação e da desvalorização cambial real.

Examinando-se a equação (9), pode-se verificar que, tudo mais permanecendo constante, um aumento na taxa de inflação implica um crescimento na taxa necessária de aumento do capital próprio, já que:

$$\frac{\partial q_{A_p}^n}{\partial r} = \frac{v}{1 - v} > 0$$

Um aumento em  $r$  reduz o valor real dos acréscimos nominais de capital de terceiros e exige um aumento compensatório na necessidade de crescimento do capital próprio, para que se viabilize um dado programa de investimentos, implícito em um valor inalterado da taxa de expansão real dos ativos.

Por outro lado, derivando-se a equação (8) em relação a  $r$  obtém-se:

$$\frac{\partial q_{A_p}^e}{\partial r} = \frac{\omega(1 - \tau)}{1 - v} \frac{\partial \rho_R}{\partial r} + \frac{1}{A_p} \frac{\partial S}{\partial r}$$

Há boas razões para se supor que esta derivada seja, em geral, negativa. Em primeiro lugar, quando a inflação se acelera, o governo tem frequen-

temente apelado para a contenção nos aumentos de preços de bens e serviços produzidos pelo setor público, na tentativa de minorar esta aceleração. Isto tende a reduzir a taxa real de retorno das empresas, o que torna razoável supor que:

$$\frac{\partial \rho_R}{\partial r} < 0$$

Em segundo lugar, uma outra resposta à aceleração da inflação tem sido a maior restrição de gastos no orçamento da União, o que muitas vezes implica cortes nas transferências previstas de recursos do Tesouro às empresas estatais, o que permitiria também supor que:

$$\frac{\partial S}{\partial r} < 0$$

O sinal desta última derivada também poderia ser justificado pelo fato de que as transferências de recursos da União costumam ser fixadas em termos nominais e que, portanto, o valor real de  $S$  cai quando  $r$  aumenta. De qualquer forma, pode-se, portanto, presumir que:

$$\frac{\partial q_{A_p}^e}{\partial r} < 0$$

O Gráfico 1 permite analisar o efeito da subestimativa da taxa de inflação. No eixo horizontal, tem-se a taxa de inflação efetiva e, no eixo vertical, medem-se as taxas reais efetiva e necessária de crescimento do capital próprio. Se a taxa de inflação efetiva coincidir com  $\bar{r}$  — a taxa usada para fixação do teto para a necessidade de endividamento da empresa, através da equação (6) —, não haverá qualquer discrepância entre as taxas necessária e efetiva de crescimento do capital próprio.

Contudo, se  $\bar{r}$  representar uma subestimativa da taxa de inflação, e esta atingir de fato  $r'$ , a taxa necessária deverá tender a superar a efetiva, e o ajustamento exigirá o corte de parte do programa de investimentos, que inicialmente a agência controladora julgara razoável. Como se pode verificar, examinando-se a equação (9), uma redução adequada em  $q_A$  faria a curva  $q_{A_p}^n$  deslocar-se para baixo o suficiente para que a interseção entre a nova curva e a curva  $q_{A_p}^e$  se fizesse exatamente à taxa de inflação  $r'$ .

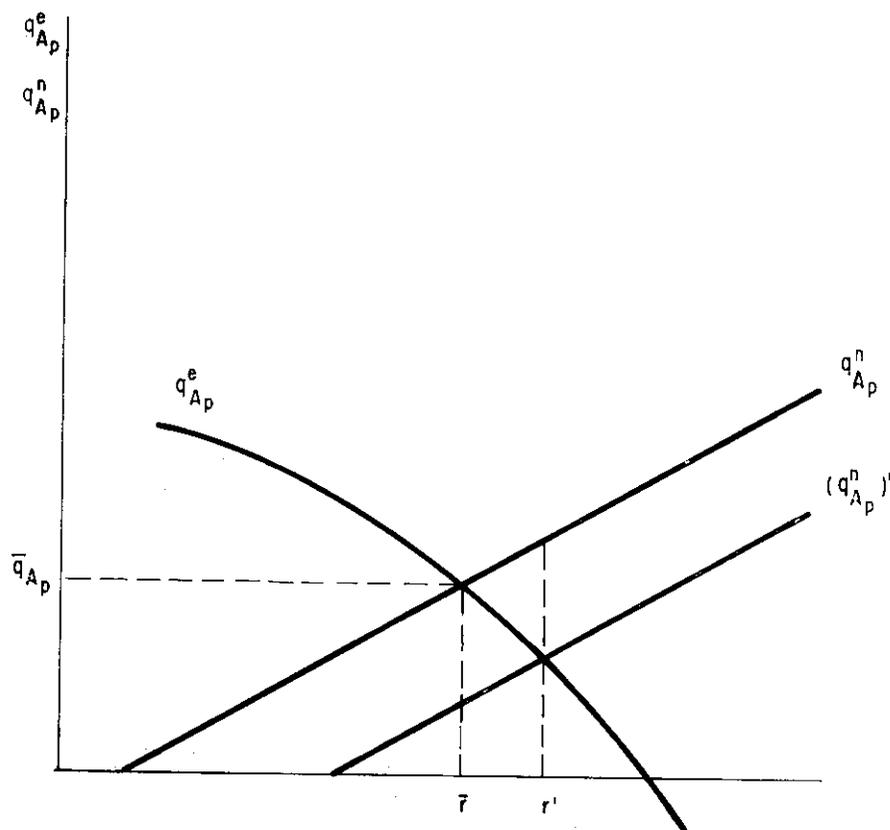
Há também que se verificar as conseqüências de uma subestimativa da desvalorização cambial real ou na taxa de juros internacional. Da equação (8), tem-se que:

$$\frac{\partial q_{A_p}^e}{\partial \theta} = \frac{\omega(1-\tau)}{1-\nu} \left( \frac{\partial \rho_R}{\partial \theta} - \phi \nu \right)$$

e:

$$\frac{\partial q_{A_p}^e}{\partial i_f} = -\omega(1-\tau)\phi \frac{\nu}{1-\nu}$$

Gráfico 1



Os aumentos em  $\theta$  e  $i_f$ , elevando os encargos financeiros, reduzem a retenção de lucros e, portanto, a capacidade de a empresa aumentar o seu capital próprio. No caso da desvalorização, estes efeitos podem ser ainda agravados pelo encarecimento dos insumos importados não repassado aos preços, quando então se teria:

$$\frac{\partial p_R}{\partial \theta} < 0$$

Alternativamente, poderiam ser suavizados ou mesmo mais do que compensados pelo impacto positivo da desvalorização sobre a taxa real de retorno, no caso de uma empresa que destina parte significativa de suas vendas à exportação, implicando que:

$$\frac{\partial p_R}{\partial \theta} > 0$$

Contudo, dado o grau de endividamento externo das empresas estatais, é razoável supor que no caso típico os altos valores de  $\phi$  e  $v$  fariam com que:

$$\frac{\partial q_{A_p}^e}{\partial \theta} < 0$$

Dependendo do setor ao qual pertence a empresa em consideração, seria ademais legítimo supor uma sensibilidade razoável de  $q_{A_p}^n$  a  $\theta$ . De fato, até agora estamos tomando a taxa de crescimento do valor real dos ativos ( $q_A$ ) na equação (9) como *proxy* de um dado programa de investimentos. Caso se trate de uma empresa cujos investimentos envolvam participação significativa de equipamentos importados, o mesmo programa de investimento em termos físicos deverá requerer uma taxa de crescimento real dos ativos maior caso haja uma desvalorização cambial real, ou seja:

$$\frac{\partial q_{A_p}^n}{\partial \theta} = \frac{1}{1-v} \frac{\partial q_A}{\partial \theta} > 0$$

O Gráfico 2 permite que se analisem as conseqüências da subestimativa da desvalorização cambial real. Para simplificar, pode-se supor que não há erro de previsão da inflação. A subestimativa de  $\theta$  leva a que  $q_{A_p}^e$  se desloque para baixo até  $(q_{A_p}^e)''$  e, ao mesmo tempo,  $q_{A_p}^n$  se desloque para cima até  $(q_{A_p}^n)''$ . Para que seja estabelecida a compatibilidade entre  $q_{A_p}^e$  e  $q_{A_p}^n$  à taxa de inflação  $\bar{r}$ , deve haver um sacrifício do programa de investimento aprovado inicialmente pela agência controladora, de forma que, reduzindo-se  $q_A$ , a curva  $(q_{A_p}^n)''$  possa deslocar-se para  $(q_{A_p}^n)'''$ .

Naturalmente, uma forma alternativa de ajustamento, válida nos casos analisados nos Gráficos 1 e 2, seria um relaxamento do teto nominal para a necessidade de financiamento da empresa, a título de correção do erro de estimação envolvido. Como se pode verificar na equação (9):

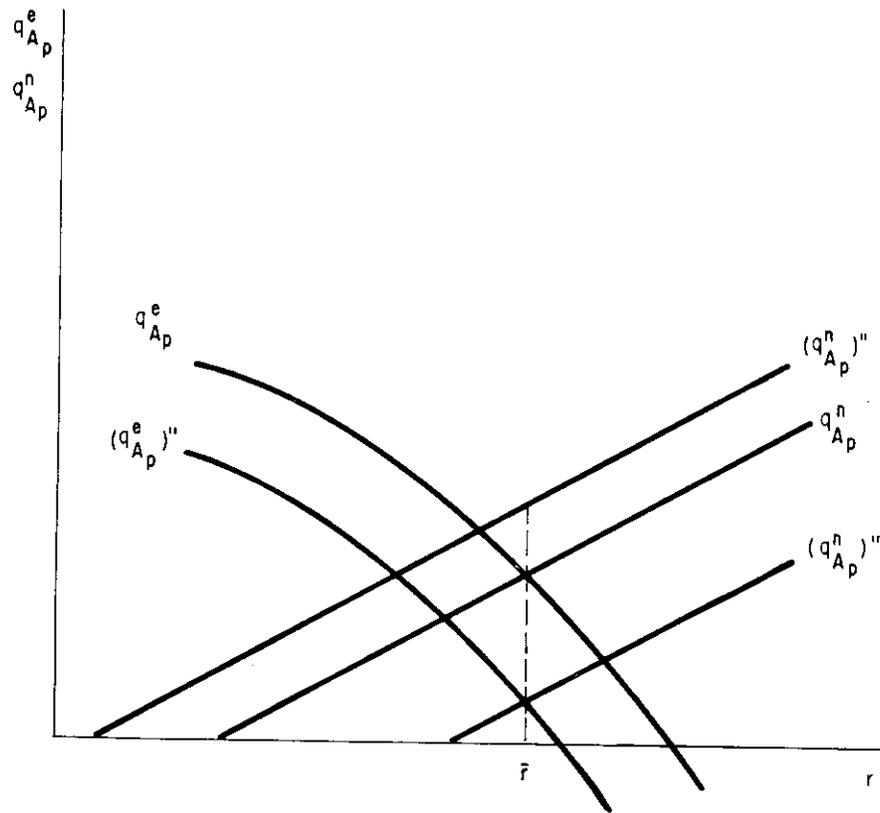
$$\frac{\partial q_{A_p}^n}{\partial \Delta D_d} < 0$$

e:

$$\frac{\partial q_{A_p}^n}{\partial \Delta D_f} < 0$$

Assim, aumentos adequados de  $\Delta D_d$  e  $\Delta D_f$  poderiam produzir um deslocamento para baixo na curva  $q_{A_p}^n$  em qualquer dos gráficos, restabelecendo a compatibilidade entre  $q_{A_p}^e$  e  $q_{A_p}^n$ , sem se sacrificar o programa de investimentos do ano, para o qual a empresa conseguira inicialmente aprovação.

Gráfico 2



Ainda que renegociações de limites para a necessidade de financiamento tenham de fato ocorrido em uma base *ad hoc*, isto contraria a própria idéia de controle da necessidade de financiamento através de fixação de tetos nominais. Ademais, embora a previsão correta nem sempre seja muito fácil, é ingênuo supor que subestimativas sistemáticas das variáveis relevantes decorram de um erro involuntário. Ao contrário, especialmente no que tange à taxa de inflação, elas têm sido certamente premeditadas. Ao nível da economia como um todo, tem-se acreditado que isto atue de forma favorável sobre a formação de expectativas inflacionárias. Ao nível restrito do setor público, a subestimativa de inflação tem permitido tornar inviáveis *ex post* programas de dispêndio e de investimento cujo corte *ex ante* envolveria custos políticos excessivos nas negociações com as empresas e ministérios interessados. Além disto, tem tradicionalmente permitido que também a receita tributária seja subestimada, aumentando-se

assim o grau de discricionarieidade da SEPLAN sobre o dispêndio público em geral, ao dar-lhe controle sobre o enorme excesso de arrecadação.<sup>4</sup>

Esta forma de controle da necessidade de financiamento tem impedido uma programação financeira estável nas empresas estatais e afetado negativamente de maneira desnecessária o seu funcionamento e o desenvolvimento de programas de investimento, que aparentemente contavam com a aprovação inicial da SEST. Não é difícil conceber formas de controle mais sofisticadas, que não provoquem tantas distorções e que dêem menos espaço para a própria desmoralização das idéias de controle e planejamento no âmbito do setor público.

## 7 — Formas alternativas de controle

A rigor, a fixação de tetos nominais é teoricamente uma forma pouco sofisticada de controle da necessidade de financiamento das empresas estatais, não só pelas distorções que foram discutidas na seção anterior.

Idealmente, o que se quer evitar através do controle é que o setor público produtivo absorva uma parcela maior do que a desejável do total de recursos disponíveis para o financiamento da acumulação de capital na economia. Se por “desejável” for entendida aquela parcela que conduza a uma alocação eficiente dos recursos inversivos, os limites para as necessidades de financiamento não deveriam ser fixados de uma forma apriorística. A distribuição ótima dos recursos inversivos entre as empresas estatais e privadas deverá exigir uma compatibilização entre as taxas marginais de retorno obtidas nos setores privado e estatal.

No contexto de um modelo de *first best*, pode-se demonstrar que a igualação entre estas duas taxas é uma condição necessária para a alocação ótima de investimentos. Um projeto de investimento estatal somente deveria ser levado à frente se o seu retorno for no mínimo igual ao que seria obtido caso os recursos envolvidos fossem investidos no setor privado. Este resultado, intuitivamente atraente, inspirou a exigência que durante certo tempo o governo britânico fez às suas empresas estatais no sentido de que, na avaliação dos seus projetos de investimento, utilizassem uma “taxa de desconto de teste” igual ao que se estimava fosse a taxa marginal de retorno do investimento privado.<sup>5</sup>

Contudo, por ser inspirada em um resultado derivado de um modelo de *first best*, esta exigência tenderia a conduzir a uma alocação ineficiente se cumprida à risca. Na verdade, em modelos que representam estilizações

<sup>4</sup> Contudo, a subestimativa da inflação tem criado dificuldades para o governo no que tange ao cumprimento das metas fiscais acordadas com o FMI. Ver uma discussão deste ponto em Werneck (1983).

<sup>5</sup> Ver uma discussão desta exigência em Heald (1980).

mais realistas de uma economia capitalista moderna, não é exatamente a igualação das duas taxas marginais de retorno que se pressupõe como condição de eficiência. Pode-se mostrar, por exemplo, que em uma situação de *second best*, caracterizada pela simples existência de um imposto sobre o lucro das empresas, a condição necessária para uma alocação ótima de investimento é que a taxa marginal de retorno do investimento estatal seja igual a uma determinada média ponderada da taxa de juros e da taxa marginal de retorno do investimento privado,<sup>6</sup> e isto implica que se exija do investimento estatal uma taxa de retorno marginal menor que a observada no setor privado. A simples existência da tributação do lucro faria com que o investimento privado ficasse aquém do nível em que a sua taxa marginal de retorno se igualasse à taxa de juros, e isto significa que o investimento privado seria subótimo. Sendo menor que a taxa marginal de retorno do investimento privado, o valor da taxa de juros – visto como uma *proxy* da taxa de preferência temporal da sociedade – indicaria que o investimento privado deveria ser aumentado. Contudo, o mercado por si só seria incapaz de efetivar este aumento. Nesta situação, não haveria por que exigir que o investimento estatal fosse capaz de gerar, na margem, uma taxa de retorno igual à do investimento privado, que seria excessivamente alta exatamente porque o investimento privado teria apenas atingido um nível mais baixo do que o considerado eficiente do ponto de vista alocativo. Isto justificaria que se exigisse do investimento estatal uma taxa de retorno marginal inferior à observada no setor privado, mas certamente superior à taxa de juros.<sup>7</sup>

Embora este enfoque seja teoricamente rigoroso e chame atenção para considerações da maior importância, seria difícil esperar que pudesse imediatamente servir de base a um sistema descentralizado de alocação de investimento entre os setores privado e estatal na economia brasileira. Há o problema da estimação empírica correta dos pesos relevantes da média ponderada que deveria servir como a taxa de desconto de teste apropriada nas decisões sobre investimento no setor estatal. Ademais, há também as dificuldades decorrentes do fato de que os pesos e a própria taxa de juros podem variar quando varia o nível de investimento estatal.<sup>8</sup>

Em um prazo mais longo, contudo, a implantação de um sistema de racionamento de capital para as empresas estatais, a partir de um critério que exija algum grau de compatibilização entre as taxas marginais de retorno dos investimentos no setor estatal e as taxas análogas obtidas no

<sup>6</sup> Para uma discussão das condições necessárias à alocação ótima do investimento entre os setores estatal e privado em situações de *second best*, ver Sandmo e Drèze (1971), Lintner (1981) e Rees (1976).

<sup>7</sup> Para maiores detalhes, ver as referências mencionadas na nota anterior.

<sup>8</sup> Ver uma discussão destas dificuldades em Rees (1976). Ver também Feldstein (1974), onde se propõe um enfoque alternativo ao critério da taxa ponderada, e Vanags (1975), onde se mostra que, para um vasto espectro de circunstâncias, o enfoque alternativo proposto por Feldstein leva de fato a resultados equivalentes ao critério aqui discutido.

setor privado, representaria um avanço considerável em relação ao sistema de controle baseado na fixação *ad hoc* de tetos para as necessidades de financiamento. Isto também permitiria, ao mesmo tempo, não só o dimensionamento adequado destas necessidades, mas também a uniformização dos critérios de avaliação de investimento no âmbito do setor produtivo estatal.

Até que se torne mais realista a implantação de um tal sistema, há que se pensar mais modestamente no aperfeiçoamento do sistema atual de racionamento de capital para as empresas estatais. Em especial, há que se conceber formas de evitar as distorções apontadas na seção anterior.

Mas as considerações feitas nos parágrafos iniciais desta seção não podem ser simplesmente esquecidas, pois permitem, por exemplo, afirmar que, dadas as atuais características do processo de ajuste estrutural por que vem passando a economia brasileira em decorrência do estrangulamento externo, é mais do que razoável dar ao setor petrolífero um acesso mais amplo aos recursos disponíveis para financiamento do investimento. Isto seria plenamente justificável pelas taxas marginais de retorno social obviamente altas que têm sido obtidas nos programas de prospecção e exploração de petróleo. Neste caso, um aumento da necessidade de financiamento da PETROBRÁS não representaria — nunca é demais repetir — um sinal de descontrole financeiro do setor público, mas sim um passo no sentido de se alocar de forma mais eficiente os recursos disponíveis para o financiamento do investimento na economia.

Naturalmente, o dimensionamento das necessidades de financiamento das empresas estatais deve partir do programa de investimentos que se espera venha a ser efetuado por estas empresas. Não se pode conceber que, sendo o setor produtivo federal diretamente responsável por cerca de 1/4 da formação bruta de capital da economia, o governo se esforce para conseguir chegar a reduzir as necessidades de financiamento do setor a zero [cf. Werneck (1984)]. Isto significa obrigar estas empresas a financiar todo o seu esforço de investimento exclusivamente através de seus próprios recursos, de transferências do Tesouro e de recursos obtidos junto aos demais acionistas, o que constituiria uma meta totalmente destituída de sentido para qualquer empresa. O acesso das empresas estatais a recursos creditícios deve guardar alguma relação com o programa de investimentos a ser executado por estas empresas aprovado pelo governo.

Boa parte das distorções discutidas na seção anterior poderiam obviamente ser evitadas caso se adotasse algum tipo de indexação dos tetos nominais para as necessidades de financiamento das empresas estatais, o que equivaleria a passar a controlar a taxa real de crescimento do endividamento das empresas. Mas há formas alternativas que podem também minorar as referidas distorções. Uma delas seria a fixação de limites para a taxa de endividamento — ou taxa de alavancagem — da empresa, ao invés de tetos para o acréscimo de endividamento. Neste caso, o controle se faria sobre a relação entre o valor do capital de terceiros e o valor total dos ativos.

A fixação deste limite deveria ter em conta não só a taxa de endividamento observada no momento — o parâmetro  $v$  do modelo da seção anterior —, mas também a participação que se espera esteja reservada ao capital de terceiros no programa de investimentos da empresa, ou seja, a taxa marginal de endividamento. Naturalmente, esta forma de controle não asseguraria uma indexação automática do valor dos recursos creditícios adicionais a que a empresa poderia ter acesso. Este valor dependeria do aumento do capital próprio da empresa, e tal aumento, como se viu na seção anterior, é determinado de tal forma que não se pode assegurar que o seu valor real seja insensível à inflação. Mas, ainda assim, o controle da taxa de endividamento seria uma forma bastante simples de limitação da necessidade de financiamento das empresas estatais e representaria um avanço considerável em relação ao sistema de fixação de tetos nominais. As distorções mais sérias remanescentes poderiam ser minoradas através de eventuais renegociações dos limites.

Poder-se-ia argüir que o simples controle através da taxa de endividamento não impediria que uma empresa estatal, cujos investimentos não fossem considerados prioritários, tivesse acesso a novos recursos creditícios. Se a empresa conseguisse aumentar o seu capital próprio em termos reais, isto lhe permitiria assegurar uma taxa de crescimento real equivalente do capital de terceiros. Na verdade, não há por que permitir que isto ocorra. Se não se espera que determinada empresa esteja investindo, o governo pode perfeitamente impedir de várias maneiras que ela consiga obter um crescimento real do capital próprio: as transferências do Tesouro poderiam ser cortadas; a política de preços para os bens e serviços por ela produzidos poderia restringir as possibilidades de obtenção de lucros expressivos; e a reinversão dos lucros obtidos poderia ser devidamente limitada através do controle da política de dividendos, que naturalmente cabe ao governo, o acionista controlador.

## 8 — Conclusões

Nas seções anteriores foram analisados aspectos importantes da experiência brasileira recente de controle das empresas estatais federais através da SEST. Como se viu, tal experiência foi basicamente inspirada na percepção de que o sucesso da política de estabilização macroeconômica dependeria, em boa medida, do grau de controle que os responsáveis diretos por esta política pudessem ter sobre certas decisões tomadas no âmbito das empresas estatais e de outras entidades que compõem o chamado setor público federal descentralizado.

Argüiu-se, inicialmente, que um problema básico desta experiência derivou-se do fato de ter a SEST tentado controlar tanto empresas como órgãos governamentais com um mesmo instrumento e uma mesma ótica. Chamou-se a atenção para o fato de que o orçamento de dispêndios globais,

na forma como vem sendo utilizado, é claramente inadequado para se lidar com organizações empresariais e tem levado a visões distorcidas, no debate econômico nacional, sobre a natureza e as dimensões do setor público, privilegiando o acompanhamento de variáveis totalmente destituídas de sentido macroeconômico.

Discutiu-se com detalhe a questão do controle da necessidade de financiamento das empresas estatais. Argumentou-se que, embora a existência de algum sistema de controle desta necessidade seja plenamente justificável, não faz qualquer sentido ter como meta de política reduzi-la a um mínimo ou, se possível, a zero, como vem sendo feito. Isto revela uma visão equivocada sobre a real natureza da necessidade de financiamento das empresas estatais, que, de fato, decorre em geral da incapacidade das empresas para financiar integralmente seus investimentos através de recursos próprios e de transferências do Tesouro, constituindo assim a simples contrapartida da parcela dos seus investimentos que tem de ser financiada com recursos creditícios.

A preocupação com a necessidade de financiamento do setor público, do ponto de vista da política macroeconômica de curto prazo, deriva-se da idéia de que esta variável seria um indicador da “atitude fiscal” do governo, ou seja, da natureza da política fiscal em vigor. Contudo, para que pudesse ser interpretada desta forma, ela teria certamente que ser ajustada, deduzindo-se as necessidades de financiamento das empresas que constituem contrapartida de investimentos.<sup>9</sup>

Na verdade, há aqui um argumento muito mais geral. A forma usual pela qual se computa o que se costuma rotular às vezes de *deficit* consolidado do setor público é através da variação real do passivo consolidado do setor público. Ao ignorar o que está acontecendo do lado do ativo, esta prática pode conduzir a estimativas extremamente distorcidas do verdadeiro *deficit*. Este ponto tem merecido destaque na literatura internacional recente sobre *deficit* público, como mostram as citações a seguir:

“A não separação das despesas correntes das de capital no orçamento federal formal e a não contabilização sistemática dos ativos de capital contribuem para confundir a análise econômica e a formulação de políticas econômicas dela decorrente. Faz bastante diferença se um *deficit* orçamentário financia pagamentos de transferência, de serviços gerais, de acumulação de estoque ou de investimento de longo prazo” [cf. Eisner (1984, p. 140)].

“Se mantivéssemos separados e corretamente conceituados um sistema de contas correntes e de capital, o *deficit* da conta corrente seria o verdadeiro *deficit* . . . O ponto básico é que, para os itens de capital,

<sup>9</sup> Este ponto tem sido levantado no debate econômico britânico recente. Brittain (1983), por exemplo, argúi que “the PSBR [public sector borrowing requirements] is of course a very bad measure of fiscal stance. Quite apart from more controversial aspects . . . it is also swollen by the inclusion of nationalized industries investment”.

qualquer excesso de gastos sobre receitas na conta de capital não muda a posição de ativos líquidos do governo desde que o novo débito seja compensado pelo novo ativo do governo” [cf. Boskin (1982, p. 298)].

“Como é naturalmente bem conhecido, na sua omissão em fazer distinção entre despesas correntes e de capital, o orçamento federal está amplamente em desacordo com as práticas prevalentes na contabilidade das empresas privadas. A aplicação dos métodos contábeis do governo no setor privado faria com que as mais importantes empresas americanas apresentassem *deficit*. Inversamente, os métodos convencionais de contabilidade privada fariam com que as contas do governo geralmente apresentassem *superavit*” [cf. Eisner e Pieper (1984, p. 11)].

“A objeção em separar as despesas de capital das despesas correntes do orçamento federal parece vir da preocupação de que qualquer redução do *deficit* orçamentário daí resultante reduziria a resistência aos excessivos gastos governamentais. Salvo a natureza ideológica e sem substância da premissa, não há razão, contudo, por que ... a separação das contas correntes e de capital não possa ser combinada de forma a se obter uma linha final, mostrando precisamente o *deficit* orçamentário unificado para o qual tanta atenção é agora dada. Os subtotais separados, no entanto, nos dariam um melhor indício de até que ponto o governo está deixando um encargo para as futuras gerações ou construindo ... ativos ...” [cf. Eisner (1984, p. 140)].<sup>10</sup>

No que tange às empresas estatais especificamente, ponderações deste tipo não devem, como se viu, levar a conclusões de que não deveria haver controle sobre o acesso destas empresas ao crédito. O que se pode concluir, em verdade, é que este controle deveria estar baseado em considerações diferentes das que vêm sendo levadas em conta no Brasil. Como foi argumentado acima, a otimização da distribuição dos recursos disponíveis para investimento entre as empresas estatais e privadas deveria idealmente depender, de alguma forma, das taxas marginais de retorno social dos investimentos destas empresas. Este tipo de consideração dificilmente levaria à conclusão de que a necessidade de financiamento das empresas estatais deve ser nula em uma economia com as características da brasileira.

Isto significa dizer que o dimensionamento do acesso das empresas estatais ao crédito deve levar em conta o programa de investimentos que se atribui a estas empresas, e não vice-versa, como vem sendo feito no Brasil. A SEST explicitamente tem dimensionado os investimentos das empresas de forma “residual”, isto é, a partir, entre outras coisas, de uma meta

<sup>10</sup> Ver também Buiter (1983). Em Carneiro Netto (1985) há um esforço promissor de estimar o *deficit* do setor público no Brasil levando em conta algumas variações importantes do lado do ativo das contas patrimoniais do setor público.

de compressão da necessidade de financiamento.<sup>11</sup> Sendo as empresas estatais responsáveis por cerca de 1/4 da formação bruta de capital da economia, é natural que o volume de recursos creditícios que este esforço de investimento requer seja bastante significativo, e não tão diminuto como sugerido pelas metas recentes para a necessidade de financiamento destas empresas.

Na discussão das formas possíveis de controle das necessidades de financiamento das empresas estatais, analisou-se com algum detalhe o espaço para distorções que tem sido aberto pelo sistema atual de fixação de tetos nominais para estas necessidades, em decorrência das dificuldades de previsão das taxas de inflação e de desvalorização cambial real em uma economia como a brasileira. Até que formas mais sofisticadas de alocação dos recursos disponíveis para financiamento do investimento sejam factíveis no Brasil, sugeriu-se o controle das necessidades de financiamento das empresas estatais através da fixação de limites para as taxas de endividamento das empresas, o que poderia evitar boa parte das distorções envolvidas no controle através de tetos nominais.

### Abstract

*The paper develops a critical analysis of the financial control the federal government has been imposing on public enterprises in Brazil. It is shown that undue preoccupation with the aggregate outlays of those enterprises has hindered an adequate control on what really matters: the public enterprises borrowing requirements. The real meaning of those requirements and the reasons to impose control on them are analyzed, and a discussion of criteria and alternative forms of control is presented. The final section extends some of the conclusions, looking into the concept of overall public sector borrowing requirements and the questionable principles on the basis of which the control on that variable has been implemented in Brazil.*

### Bibliografia

- BERLE, A. A., e MEANS, G. C. *The modern corporation and private property*. New York, Macmillan, 1932.
- BOSKIN, M. J. Federal government deficits: some myths and realities. *American Economic Review*, Nashville, 72 (2) :296-303, maio 1982.
- BRITAIN, S. The economics of "no change". *Financial Times*, Londres, 18, nov. 1983.

<sup>11</sup> Ver, por exemplo, SEPLAN/SEST (1984b, p. 15), onde se lê: "os investimentos, como nos anos anteriores, foram definidos residualmente...".

- BUITER, W. H. Measurement of the public sector deficit and its implication for policy evaluation and design. *IMF Staff Papers*, Washington, 30 (2) :306-49, jun. 1983.
- CARNEIRO NETTO, D. D. *Estimativas da equação orçamentária do governo*. Rio de Janeiro, PUC/Departamento de Economia, 1985.
- DOELLINGER, C. VON. Implicações da ação do Estado. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, 36 (10), out. 1982.
- EISNER, R. Which budget deficit? Some issues of measurement and their implications. *American Economic Review*, Nashville, 74 (2) :138-43, maio 1984.
- EISNER, R., e PIEPER, P. J. A new view of the federal debt and budget deficits. *American Economic Review*, Nashville, 74 (1) :11-29, mar. 1984.
- FELDSTEIN, M. S. Financing in the evaluation of public expenditure. In: SMITH, W. L., e CULBERTSON, J. M., orgs. *Public finance and stabilization policy*. New York, American Elsevier, 1974.
- HEALD, D. The economic and financial control of U. K. nationalised industries. *Economic Journal*, Cambridge, Engl., 90 (358) :243-65, jun. 1980.
- IPEA/IPLAN. *Consolidação plurianual de programas de governo: uma antevisão da demanda de recursos (CPPG 82/85)*. Tomo I. Brasília, 1982.
- LINTNER, J. Economic theory and financial management. In: VERNON, R., e AHARONI, Y., orgs. *State owned enterprise in the Western economies*. Londres, Croom Helm, 1981.
- MALKIEL, B. G. *The debt equity combination of the firm and the cost of capital: an introductory analysis*. New York, General Learning Corporation, 1971.
- REES, R. *Public enterprise economics*. Londres, Widenfeld and Nicolson, 1976.
- SANDMO, A., e DRÈZE, J. Discount rates for public investment in open and closed economies. *Economica*, Londres, 38 (152) :395-412, nov. 1971.
- SEPLAN/SEST. *Empresas estatais no Brasil e o controle da SEST: antecedentes e a experiência de 1980*. Brasília, 1981.
- . *Relatório anual SEST — 1983*. Brasília, 1984a.
- . *Orçamento SEST — 1984: dispêndios globais das empresas estatais*. Brasília, 1984b.

- VANAGS, A. A reappraisal of public investment rules. In: PARKIN, M., e NOBAY, A. R., orgs. *Contemporary issues in economics*. Manchester, Manchester University Press, 1975.
- WERNECK, R. L. F. Finanças públicas na RBE (1947-77). *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 31 (4):657-68, out./dez. 1977.
- . Estrangulamento externo e investimento público. In: ARIDA, P., org. *Dívida externa, recessão e ajuste estrutural: o Brasil diante da crise*. São Paulo, Paz e Terra, 1982.
- . A armadilha financeira do setor público e as empresas estatais. In: SILVA, A. M. da, et al. *FMI versus Brasil: a armadilha da recessão*. São Paulo, Editora Forum Gazeta Mercantil, 1983.
- . *Uma análise do financiamento e dos investimentos das empresas estatais federais no Brasil (1980-1983)*. Texto para Discussão, 79. Rio de Janeiro, PUC/Departamento de Economia, 1984.

(Originais recebidos em novembro de 1985.)