

Aspectos macroeconômicos da privatização no Brasil *

ROGÉRIO L. F. WERNECK **

O artigo analisa inicialmente a recente experiência brasileira de privatização, bem como as possíveis dificuldades que terão que ser enfrentadas pelo programa de privatização no futuro próximo. Nas seções que se seguem há uma avaliação do impacto macroeconômico potencial do processo de privatização no Brasil. Analisa-se o uso da privatização como instrumento de política fiscal, enfatizando-se alguns equívocos conceituais que devem ser evitados. Examina-se também a possibilidade de se reestruturar o balanço patrimonial do setor público através da privatização e o possível impacto da privatização sobre a poupança, o investimento e o crescimento econômico.

I — Introdução

Não se pode dizer que o Brasil tenha sido excluído da onda de privatização que recentemente atingiu outros países. Como idéia, a privatização vem reunindo uma força surpreendente entre vários segmentos influentes da sociedade brasileira. O governo federal tem reiterado enfaticamente seu compromisso com a idéia e até anunciou em 1988 um ambicioso, porém ainda vago, programa de privatização. No entanto, o avanço efetivo da privatização foi, até agora, relativamente modesto. Esta constatação é válida para qualquer das conotações usuais que têm sido atribuídas à palavra privatização: a) venda completa ou parcial de empresas estatais ao setor privado; b) ampliação da produção privada de serviços providos pelo governo; e c) esforço planejado de desregulamentação. Mas neste artigo a análise restringe-se apenas à primeira conotação.

Não obstante a retórica privatizante do governo, as transferências efetivas de empresas estatais ao setor privado não chegaram a afetar de maneira significativa a importância relativa da produção pública na economia brasileira. No entanto, mesmo tendo sido pequena a magnitude do total das transferências, houve diversos casos de privatização que podem ter aberto caminho para um movimento mais ousado no futuro próximo. De fato,

* O autor agradece a Anna Gabriella C. Antici e Cláudia Pessoa de Queiroz pela assistência à pesquisa na preparação deste artigo e pela tradução para o português de seções escritas originalmente em inglês. Agradece também a Dionísio Dias Carneiro, Marcelo de Paiva Abreu e Maria Victoria C. F. Werneck pelos comentários.

** Do Departamento de Economia da PUC/RJ.

a privatização poderá tornar-se muito mais importante ao longo dos próximos anos no Brasil, e esta possibilidade tem gerado um debate da maior relevância no país.

Este artigo tenta trazer uma contribuição a este debate. Contém seis seções, além desta introdução: a próxima analisa brevemente a recente experiência brasileira de privatização; na terceira seção examina-se a nova proposta de privatização anunciada em 1988 pelo governo, bem como as possíveis dificuldades que terão que ser enfrentadas pelo programa de privatização no futuro próximo; nas seções que se seguem há uma avaliação do impacto macroeconômico potencial do processo de privatização no Brasil; na Seção 4 analisa-se o uso da privatização como instrumento de política fiscal, enfatizando-se alguns equívocos conceituais que devem ser evitados; na quinta seção examina-se a possibilidade de se reestruturar o balanço patrimonial do setor público através da privatização; a Seção 6 procura avaliar as magnitudes envolvidas; e, finalmente, o impacto da privatização sobre a poupança, o investimento e o crescimento econômico é analisado na Seção 7.

2 — A recente experiência brasileira de privatização

Privatização tem sido mencionada como um objetivo explícito da política pública no Brasil desde pelo menos meados de 1979, quando o governo começou a legislar sobre a questão, criando o Programa Nacional de Desburocratização através do Decreto n.º 83.740, de 18 de julho de 1979.¹ Em 1981, uma nova legislação estabeleceu regras a serem respeitadas na transferência de empresas públicas para o setor privado (Decreto n.º 86.215, de 15 de julho de 1981). Uma comissão especial de três membros, formada pelos ministros do Planejamento, da Fazenda e da Desburocratização, foi criada para conduzir o processo de privatização, devendo identificar as empresas estatais que poderiam vir a ser privatizadas e submeter ao presidente da República propostas estabelecendo condições e preços de venda. Investidores estrangeiros ficaram legalmente impedidos de participar do processo de privatização, e as transferências teriam que ser feitas sob a condição de que o controle da empresa não fosse posteriormente transferido para estrangeiros.

Já depois do fim do governo militar, uma nova legislação foi aprovada, mudando os procedimentos do processo de privatização (Decreto n.º 91.991, de 28 de novembro de 1985). Um novo Conselho Interministerial de Privatização foi criado, encabeçado pelo ministro do Planejamento e formado pelos ministros da Fazenda, da Desburocratização, da Indústria e do Comércio, bem como pelos ministros responsáveis pelas empresas escolhidas

¹ Ver Mendes (1987) para uma breve revisão da evolução da legislação sobre privatização de 1979 a 1986.

para serem privatizadas. O Conselho deveria identificar os casos de privatização de acordo com os novos balizamentos legais. Restrições à transferência direta do controle a investidores estrangeiros foram mantidas, mas não a proibição de aquisição posterior do controle. Com o Decreto n.º 93.606, de 21 de novembro de 1986, os procedimentos foram novamente mudados. O Conselho ganhou maior poder executivo, e a iniciativa e a gestão do processo de privatização foram retiradas do ministro responsável pela empresa a ser privatizada e atribuídas ao próprio Conselho.

Não obstante o esforço de construção do quadro legal e administrativo necessário à agilização da venda de ativos ao setor privado, os resultados efetivos do esforço de privatização ao longo do período 1980/86 foram extremamente modestos. O montante total das vendas alcançou aproximadamente US\$ 190 milhões. Como apontado por Mendes (1987), este resultado equivale a menos de 0,6% do patrimônio líquido das empresas estatais federais em dezembro de 1985 e a aproximadamente 1,5% do valor de mercado, na mesma data, das ações do subconjunto dessas empresas cujas ações são cotadas em bolsas de valores. Somente 13 transferências ao setor privado foram registradas, e apenas uma após 1984 (a Tabela 1 apresenta a relação das empresas transferidas, especificando a forma de venda e o valor da operação).

Resultados tão modestos, especialmente depois de 1984, levaram à alteração de legislação, mencionada acima, que ampliou o poder do Conselho Interministerial de Privatização no final de 1986. Ao longo de 1987, quatro outras empresas foram privatizadas, e os ativos de pelo menos uma outra, que havia sido definitivamente fechada, foram vendidos a uma empresa privada (a Tabela 2 apresenta uma lista das quatro empresas envolvidas nas operações de privatização concluídas em 1987. O montante adicional das vendas atingiu US\$ 27 milhões [ver Seplan/Conselho Interministerial de Privatização (1988)]. O valor acumulado das vendas de 1980 a 1987 foi, portanto, menos de US\$ 220 milhões.

A análise da lista das empresas apresentadas nas Tabelas 1 e 2 permite uma conclusão muito clara a respeito do padrão do processo de privatização observado durante este período. Ambas as listas são basicamente compostas por firmas privadas que, em decorrência de dificuldades financeiras, foram absorvidas pelo setor público com o objetivo de impedir falências. Ao longo dos anos 70 e início dos 80, muitas delas caíram sob o controle do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), formando um grupo de empresas conhecido no país como "hospital do BNDES". A permanência nesse "hospital" tem envolvido reestruturações abrangentes e de elevado custo dessas empresas. Assim, o que se observou entre 1980 e 1987 foi um processo de reprivatização, algo bastante diferente da transferência para o setor privado de empresas profunda e historicamente incrustadas no setor público. O mesmo padrão pode ser observado nos casos de privatização concluídos em 1988.

Alguns dos casos mais recentes merecem ser examinados com mais detalhe, pois ilustram aspectos importantes do atual processo de privatização no Brasil. A nova estrutura legal e institucional implantada durante o período 1985/86 permite um relativo grau de flexibilidade na transferência

TABELA 1
Privatizações concluídas — 1980/86

Empresas	Indústrias	Data de privatização	Forma de venda	Valor da operação (US\$ 1.000 correntes)
Cia. Brasileira de Cimento Portland Perus e Estrada de Ferro Perus — Pirapora e Cibrapé*	Cimento	20/05/80	Concorrência	15.879,4
Cia. Química do Recôncavo (COR)	Química	24/11/81	Venda direta	5.061,1
Cia. América Fabril	Têxtil	31/11/81	Concorrência	28.756,0
Riocell	Celulose	10/03/82	Venda direta	77.542,2
Método — Organização e Planejamento de Sistemas Empresariais Ltda.	Consultoria	01/06/82	Venda direta	11,6
Cia. de Tecidos Dona Isabel	Têxtil	07/82	Concorrência	16.897,6
Indústria Brasileira do Papel (Inbapel)	Papel	27/08/82	Concorrência	3.245,3
Cia. Pernambuco de Borracha Sintética (Coperbo)	Borracha Sintética	28/11/82	Venda direta	24.771,6
Opalma — Óleos de Palma Agroindustrial	Óleos vegetais	25/03/83	Concorrência	3.055,5
Cia. Federal de Seguros	Seguros	20/04/83	Concorrência	7.107,3
NitrilTex — Indústria e Comércio	Química	27/04/83	Concorrência	5.271,8
Livraria José Olympio Editora, Encine e Didacta	Editora	16/04/84	Leilão	218,2
Cia. Melhoramentos de Blumenau (Grande Hotel)	Hotel	09/06/86	Concorrência	420,2

FONTE: Mendes (1989).

* No caso destas empresas, só os ativos fixos foram vendidos ao setor privado.

TABELA 2
Privatizações concluídas — 1987

Empresas	Indústrias	Data de privatização	Forma de venda	Comprador	Valor da operação (US\$ 1.000 correntes)
Cia. Nacional de Tecidos Nova América S.A.	Têxtil	09/06/87	Leilão	Multitêxtil (Grupo Cataguazes-Leopoldina)	15.655,7
Máquinas Piratininga do Nordeste S.A.	Bens de Capital	23/06/87	Concorrência	Cimento Portland Poty (Grupo Votorantim)	1.363,2
Máquinas Piratininga S.A.	Bens de Capital	15/09/87	Concorrência	Wuppertal — Indústria de Máquinas Ltda.	106,6
Ferritas Magnéticas S.A. (Fermag)	Ligas Magnéticas	26/11/87	Concorrência	Arafdi Participações S.A.	—

FONTE: Seplan/Conselho Interministerial de Privatização (1988).

de ativos. O tipo de venda tem variado caso a caso. A primeira transferência mais sofisticada envolveu a Nova América, a maior firma do setor têxtil do Estado do Rio de Janeiro, que havia sido amplamente reestruturada pelo BNDES após a falência. As ações controladas pelo BNDES foram leiloadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, depois de estabelecido um preço mínimo.²

² Um total de 19 grupos diferentes participaram de um longo leilão, no qual o preço vencedor ficou 26,6% acima do mínimo estipulado, sendo a empresa vendida ao grupo Cataguazes-Leopoldina. É interessante notar que não foi uma operação de bolsa, mas sim um leilão que ocorreu na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro com a finalidade de assegurar à venda maior transparência. Ver um relato detalhado da reestruturação e da privatização da Nova América em Abamec (1987a).

Uma solução diferente foi adotada, por exemplo, na transferência da Máquinas Piratininga do Nordeste S.A., uma produtora de bens de capital que também havia caído sob o controle do BNDES. A empresa foi vendida por concorrência, depois de determinado um preço mínimo. Dois ofertantes, dentre os três pré-qualificados, foram convocados para apresentar simultaneamente suas ofertas por escrito, e a mais alta foi 6,1% acima do preço mínimo. A companhia foi vendida ao grupo Votorantim, o maior conglomerado industrial do país [ver Abamec (1987b)].

No primeiro caso de privatização concluída em 1988, um leilão foi novamente adotado para vender o controle acionário da Eletrosiderúrgica Brasileira S.A. (Sibra), uma produtora de ligas de manganês. O leilão envolveu 11 participantes, e as ações, compreendendo 57,6% do capital votante e 18,4% do patrimônio líquido da empresa, foram vendidas pelo BNDES por mais de quatro vezes o preço mínimo fixado. O vencedor foi a Companhia Paulista de Ferro Ligas, que fez uma oferta de aproximadamente US\$ 29 milhões pelas ações. Somente 20% do valor foram pagos à vista, sendo os 80% restantes financiados pelo próprio BNDES. A dívida, indexada pela inflação, deverá ser paga em oito anos, e a taxa de juros anual cobrada foi de 12%.³

É interessante notar que o leilão da Sibra ilustra muito bem a pouca preocupação efetiva com considerações de concorrência e de eficiência econômica que tem sido observada no processo brasileiro de privatização, apesar da preocupação explícita com eficiência produtiva.⁴ Essa transferência permitiu ao vencedor do leilão aumentar sua participação no mercado de ligas de manganês para 85%. E o fato de ter havido 10 outros participantes no leilão não fez qualquer diferença.⁵ Naturalmente, não se deve subestimar as dificuldades que estariam envolvidas na tentativa de se convencer a opinião pública no Brasil de que os ativos públicos deveriam ser vendidos abaixo do seu valor de mercado, tendo em vista considerações de eficiência econômica. O que pode ser feito é simplesmente impedir a participação de determinados grupos no processo de privatização, sempre que isto for recomendado por considerações desta natureza.⁶

³ O BNDES estima ter investido US\$ 35 milhões na companhia e pretendia recuperar a diferença vendendo o restante das ações no futuro.

⁴ "... queremos destacar uma [diretriz] que nos parece essencial. Trata-se do critério de eficiência, entendida esta como relação entre quantidades de insumos empregados e quantidades de produtos ... obtidas ..." [Moreira (1987, p. 10)].

⁵ Ver "Sibra é da Ferro Ligas" e "Paulista de Ferro Ligas assume o controle acionário da Sibra", *Gazeta Mercantil*, 12 de abril de 1988.

⁶ Em certos casos extremos, ficou difícil ignorar totalmente a eficiência econômica. Existe alguma evidência, por exemplo, de preocupação dentro do Conselho Interministerial de Privatização a respeito do poder de monopólio que poderia vir a ser explorado após a privatização da Carajá Metais S.A., a única produtora de cobre primário do país (ver a entrevista com David Moreira, Secretário do Conselho na época, publicada na revista *Senhor* sob o título "O Estado não desmancha no ar" em 1987). Contudo, a empresa acabou sendo transferida a um consórcio de grupos privados, depois de amplamente reestruturada, sem que a preocupação com eficiência tenha conduzido a qualquer alteração concreta no processo de privatização.

A possibilidade de se impedir certos candidatos de participar de uma determinada transferência de empresas ao setor privado já está estabelecida nos procedimentos de privatização em vigor, que são brevemente descritos a seguir.⁷ Tendo sido uma empresa selecionada para ser transferida ao setor privado, uma firma de consultoria, dentre as cadastradas no BNDES, é contratada para avaliar os problemas da empresa e propor medidas de reestruturação e caminhos a serem seguidos no processo de privatização. Isto pode levar ao que foi denominado "programa prévio de ajustamento", que pode envolver venda de ativos não-operacionais, reavaliação de ativos — com possíveis cancelamentos contábeis —, soluções para problemas trabalhistas, reescalamento de dívidas e até mesmo desmembramento da empresa e, por exemplo, mudanças nas estratégias de produção e vendas. Baseado nas recomendações da firma de consultoria, o secretário do Conselho Interministerial de Privatização formula a proposta a ser submetida ao Conselho. Se esta for aprovada, e se a empresa já for considerada pronta para ser privatizada, inicia-se a fase pública da transferência.

A decisão de privatização pode envolver ou a transferência de participações acionárias ou a venda direta dos ativos fixos ou, ainda, uma combinação das duas alternativas. A primeira parte da nova fase envolve uma avaliação das ações e dos ativos a serem vendidos. Novamente, recorre-se a uma firma especializada de consultoria, cadastrada no BNDES, cujo trabalho deve ser acompanhado por uma firma de auditoria independente. Depois que a decisão sobre preços e condições é tomada, recorre-se a um anúncio na imprensa de forma a identificar possíveis candidatos. Informações completas sobre a empresa são postas à disposição de todos os compradores interessados. Os candidatos considerados qualificados são então solicitados, de novo através da imprensa, a participar da etapa final do processo, que pode envolver ou um leilão ou uma concorrência realizada como um evento público. Considerações a respeito de grau de monopólio e eficiência econômica poderiam perfeitamente passar a ser levadas em conta na fase de qualificação. Até agora, esta fase foi justificada basicamente pelo fato de que a credibilidade dos participantes deve ser previamente estabelecida, dado que uma parte substancial da venda dos ativos tem sido financiada.

Sete outras empresas controladas pelo BNDES foram selecionadas para serem privatizadas ou fechadas entre maio e dezembro de 1988. Estimou-se inicialmente que o valor total das operações de venda dos ativos do BNDES poderia atingir US\$ 1 bilhão em 1988, embora se esperasse que apenas uma fração deste valor viesse a ser recebida à vista.⁸ A lista inclui três empresas da indústria de papel e celulose — a Aracruz Celulose, a Companhia Guataparã de Papel e Celulose (Celpag) e a Companhia Celulose da Bahia (CCB) —, a Usiminas Mecânica (Usimec), uma produtora de bens de capital, a Companhia Siderúrgica do Nordeste (Cosinor), uma empresa

⁷ Ver Moreira (1987) para uma descrição mais detalhada dos procedimentos.

⁸ Ver "BNDES prepara privatização ou desativação de oito empresas", *Gazeta Mercantil*, 27 de janeiro de 1988.

siderúrgica relativamente pequena, e duas empresas de mineração e metalurgia de cobre, a Companhia Brasileira de Cobre (CBC) e a Caraíba Metais. Há grandes diferenças entre estes vários casos de privatização, não só quanto à escala das diversas operações de venda, mas também quanto ao grau de dificuldade envolvido nos vários casos. A Usimec, a CBC e a Caraíba Metais foram considerados os casos mais difíceis. A Caraíba foi dividida em duas companhias — Caraíba Mineração e Caraíba Metalúrgica —, separando-se a atividade de mineração da de metalurgia. Somente a usina metalúrgica pôde entrar no processo de privatização.

Um dos casos mais interessantes de privatização foi o da Aracruz Celulose, concluído em maio de 1988. O que estava envolvido era uma empresa grande e extremamente lucrativa, produzindo anualmente cerca de 500.000 toneladas de celulose — das quais três quartos foram exportados em 1987, gerando uma receita de exportação de US\$ 200 milhões — e engajada em um projeto de expansão da ordem de US\$ 1 bilhão, em boa parte financiado (60%) pelo próprio BNDES.⁹ A Aracruz foi viabilizada através de uma associação entre Estado e investidores privados, nacionais e estrangeiros. Um acordo de acionistas colocou-a em 1975 sob o controle do BNDES, que detinha aproximadamente 31% do total do patrimônio líquido e 41% das ações votantes antes da privatização.

Um pacote constituído por 26,2% da participação votante da empresa foi oferecido a um único comprador, que poderia ser tanto um investidor isolado como um grupo de investidores. Este é o percentual máximo de ações ordinárias que qualquer acionista individual pode ter, tendo em vista o acordo de acionistas em vigor, que também estabelece que o controle da companhia deve permanecer em mãos brasileiras. A venda permitiria a uma coalização de acionistas privados brasileiros assumir finalmente o controle da Aracruz, deixando o BNDES como acionista minoritário.¹⁰ Esperava-se que o valor da operação alcançasse US\$ 120 milhões, dos quais 30% a serem pagos à vista e o restante podendo ser financiado pelo BNDES em oito anos, com indexação da dívida e taxa de juros anual de 12%.

Oito grandes grupos nacionais foram qualificados para participar do leilão, que constituiu de longe a maior operação de privatização observada no país até então.¹¹ O vencedor foi o Grupo Safra, que ofereceu US\$ 133,7 milhões pelas ações à venda. É interessante notar que, embora

⁹ A alta lucratividade da empresa advém fundamentalmente da excelente produtividade de suas florestas plantadas, que são capazes de produzir 51 metros cúbicos de madeira por hectare por ano — aproximadamente 10 vezes a taxa observada, por exemplo, no Canadá ou na Escandinávia. Informações deste tipo foram fornecidas no próprio anúncio oficial da privatização da Aracruz na imprensa. Ver, por exemplo, *Jornal do Brasil*, 2 de fevereiro de 1988.

¹⁰ No entanto, um novo acordo de acionistas estabeleceu que o BNDES ainda teria algum poder na administração da Aracruz depois da privatização. Ver "BNDESPar ainda mantém poder", *Gazeta Mercantil*, 4 de maio de 1988.

¹¹ Ver "BNDES pode conseguir 120 milhões de dólares com a Aracruz", *Jornal do Brasil*, 17 de abril de 1988.

o Banco tenha se oferecido para financiar até 70% do valor da operação, o comprador decidiu aceitar o financiamento para apenas metade, pois achou que poderia usar fundos alternativos mais baratos para o restante.¹²

Uma outra operação de privatização concluída em 1988 envolveu a Companhia Guataparã de Celulose e Papel (Celpag), também previamente controlada pelo BNDES. A empresa é, de fato, um projeto de investimento que engloba uma fábrica de papel e celulose que só estará operando em 1991. Apesar de terem participado do leilão apenas dois ofertantes, a oferta vencedora foi 90% acima do preço mínimo estabelecido. Dois terços das ações ordinárias foram vendidos ao Grupo Votorantim, já mencionado acima, que fez uma oferta de US\$ 72,7 milhões. O grupo vencedor também decidiu recusar o financiamento de 70% do valor da venda dado pelo BNDES, o que significa que as condições de financiamento — oito anos de prazo, indexação da dívida e taxa de juros real de 12% — não foram consideradas tão favoráveis como se pensava.¹³

3 — A proposta de privatização de 1988

Em março de 1988, o Presidente enviou um projeto de lei ao Congresso que foi apresentado como a base legal de um reforço significativo da política de privatização no Brasil. Foi também anunciado como parte de um esforço mais geral de contenção do crescimento do déficit do setor público. Nos meses anteriores, o governo havia sido criticado pela sua falta de compromisso com a idéia da privatização.¹⁴ Caso aprovada pelo Congresso, a nova lei permitiria ao Presidente vender todas as ações não estritamente necessárias à manutenção do controle acionário de empresas estatais monopolísticas. A lei também criaria uma "ação ordinária de classe especial" — inspirada na experiência inglesa da *golden share*. Possuindo esta ação, o governo teria direito a exercer um poder regulatório mais firme sobre a empresa privatizada, controlando, por exemplo, decisões envolvendo políticas de preços e de investimento.¹⁵

¹² Ver "Safrá vence leilão" e "Grupo Safrá arremata ações da Aracruz por CZ\$ 18,7 milhões", *Gazeta Mercantil*, 4 de maio de 1988. Ver também "9 milhões do BNDES para o Grupo Safrá", *Gazeta Mercantil*, 10 de maio de 1988.

¹³ Ver "Celpag vendida ao Grupo Votorantim" e "Votorantim vence leilão e paga 72,7 milhões de dólares pela Celpag", *Gazeta Mercantil*, 10 de maio de 1988.

¹⁴ No início de janeiro de 1988, David Moreira, Secretário do Conselho Interministerial de Privatização, demitiu-se alegando a falta de compromisso do governo com a questão. Ver "David Moreira critica demora na privatização", *Revista Senhor*, 3 de janeiro de 1988.

¹⁵ Formalmente, a ação permitiria ao Estado ter a palavra final sobre os seguintes pontos: a) mudanças nos objetivos sociais da empresa; b) política de preços; c) política de investimento; d) decisões a respeito de fusões, aquisições e desmembramento da empresa; e) demissões de diretores e membros do conselho fiscal; e f) abolição da própria *golden share*.

Ademais, de acordo com a lei, o máximo de poder votante permitido a qualquer acionista seria limitado ao correspondente a 5% das ações ordinárias. Isto foi apresentado como um incentivo a um padrão mais pulverizado de propriedade de ações. De fato, a lei também permitiria a criação, por parte do Presidente, de incentivos adicionais que fomentassem o desenvolvimento de tal padrão de distribuição acionária, bem como a conversão da dívida do setor público — tanto externa quanto interna — em capital próprio nessas empresas.

Frente às primeiras reações ao projeto de lei, o governo foi obrigado a enviar ao Congresso em meados de abril de 1988 um novo projeto, no qual se explicitava que a Petrobrás — exclusive suas subsidiárias — não seria afetada pela nova legislação.¹⁶ Houve também receio, por parte dos detentores de títulos públicos, de que o fomento à conversão da dívida pública em ações de empresas estatais poderia tornar-se a base legal de uma troca compulsória. O governo foi forçado a esclarecer imediatamente a questão, garantindo que uma medida desta natureza não havia sido nem mesmo considerada.

Alguns segmentos da sociedade brasileira deverão opor-se firmemente a qualquer tentativa de estender a privatização ao núcleo do setor produtivo estatal. Os administradores dessas empresas formam, talvez, o mais influente desses grupos. Independente de quão bem fundamentada é esta oposição dos administradores à privatização, ela vem sendo reforçada pelo fato de que em alguns dos poucos casos de privatização já observados no Brasil todos os administradores foram demitidos.¹⁷ O poder de obstrução dos administradores no processo de privatização tem sido notado em outros países. Kay e Thompson (1986) arguem que o modelo de privatização na Grã-Bretanha teve que ser em boa parte concebido tendo em vista as conveniências dos administradores das empresas.

A oposição por parte dos empregados das empresas não deve tampouco ser subestimada. Há empresas estatais em que a ineficiência no trabalho vem sendo tratada com total complacência. Mas, mesmo naquelas em que isto não ocorre, para a maioria dos empregados a privatização significaria, em geral, menos benefícios não-salariais e maior probabilidade de demissão no futuro. A Companhia Siderúrgica do Nordeste (Cosinor), por exemplo, enfrentou sérios problemas com os seus empregados, desencadeados pelo anúncio da iminência da sua privatização. Como vem acontecendo em outros países, o governo vem tentando cooptar o apoio à privatização, tanto por parte dos empregados quanto dos administradores, ou pelo menos reduzir sua resistência, permitindo, por exemplo, que comprem com desconto parte das ações.¹⁸ É necessário enfatizar que, ainda que todos os empregados fossem capazes de

¹⁶ A versão completa pode ser encontrada em "Nova versão do projeto inclui explicitamente monopólio do petróleo", *Gazeta Mercantil*, 14 de abril de 1988.

¹⁷ Isto aconteceu, por exemplo, nos casos da Máquinas Piratininga do Nordeste e da Nova América.

¹⁸ Isto foi feito com a Sibra e a Aracruz, reservando-se em ambos os casos 5% das ações para venda aos funcionários.

comprar as ações ofertadas, isto significaria, em geral, doar ativos públicos à elite da classe trabalhadora, algo dificilmente justificável por considerações de equidade distributiva. Isto é menos justificável ainda quando se considera que basicamente apenas a camada melhor remunerada desta elite será capaz de comprar as ações e, portanto, beneficiar-se da doação.

Dentro do próprio governo — tanto do Executivo quanto do Congresso — a idéia da privatização tem enfrentado e deve continuar a enfrentar no futuro séria oposição por parte de alguns segmentos. É apenas natural que o controle sobre empresas estatais seja visto como uma fonte de poder pelos ministros, funcionários públicos de escalão mais alto e políticos. Poder de indicar diretores e — em geral numa escala mais limitada — até mesmo empregados; poder de afetar enormes programas de investimento e políticas de compra das empresas; poder que advém da possibilidade de capitalizar politicamente o sucesso da empresa ou, ao menos, a sua imagem proeminente. Tudo isto certamente contribui para impedir que haja um compromisso mais efetivo com o avanço da privatização.

A experiência recente mostra que até mesmo avanços marginais podem ser muito difíceis. Até agora, o esforço da privatização concentrou-se em antigas empresas privadas que tinham caído sob o controle do BNDES. Em parte, a administração do banco tem apoiado a privatização porque essas empresas tinham sido absorvidas involuntariamente e, portanto, sua venda — mesmo que apenas uma fração do montante venha sendo recebida à vista — libera recursos que podem ser alocados de outra forma. O esforço de privatização vem conscientemente seguindo a linha de menor resistência. Mas ainda assim teve que enfrentar freqüentemente sérias dificuldades políticas,¹⁹ as quais devem se tornar ainda mais sérias quando esta fase de reprivatização, a mais fácil, acabar.

4 — Privatização, déficit público e ajuste fiscal

Como vem acontecendo em outros países, o debate brasileiro sobre privatização tem sido fortemente influenciado pela onda mundial de privatização. Particularmente influentes têm sido as experiências da Europa Ocidental, especialmente a britânica e a francesa. Além disso, a experiência dos países governados por partidos socialistas, como a Espanha, contribuiu para suavizar a oposição à privatização por parte de segmentos importantes da sociedade

¹⁹ Um bom exemplo é dado pelo fato de que a idéia de fechar as minas de cobre da Caraíba, notoriamente ineficientes, como parte da reestruturação da Caraíba Metálica, enfrentou uma oposição tão intensa por parte do governador e dos deputados do Estado da Bahia que foi simplesmente abandonada. A importância da oposição política regional foi enfatizada pelo ex-secretário do Conselho Interministerial de Privatização. Ver, por exemplo, sua entrevista na revista *Senhor*, já mencionada acima.

brasileira, na medida em que tornou muito mais difícil simplesmente rotular qualquer proposta de privatização como um programa da direita radical.

Naturalmente, alguns dos argumentos clássicos em favor da privatização, que têm sido importantes em outros lugares, vêm também sendo utilizados no debate brasileiro. Um bom exemplo é a idéia de que com a privatização assegura-se a eficiência econômica. Infelizmente, tanto no Brasil como no exterior, ainda há uma convicção muito difundida de que a fonte da ineficiência é simplesmente a propriedade pública. É pouco generalizada a compreensão de que é a interação entre a propriedade privada e a concorrência que leva à eficiência. Por exemplo, existe pouca preocupação com o fato de que a transformação de um monopólio público em um monopólio privado pode não levar a nenhum ganho em termos de eficiência econômica, podendo até mesmo levar a uma perda. Na verdade, o máximo que se pode dizer é que privatização tende a induzir à eficiência produtiva. Mas eficiência alocativa será algo bem mais difícil de se obter, se não houver concorrência nos mercados onde a empresa vende seus produtos, se o risco de *take over* for irrelevante ou se o risco de quebra for desprezível.²⁰

Mas há outros argumentos de natureza macroeconômica que também têm ocupado um lugar extremamente importante no debate recente sobre privatização no país. O relativo avanço do programa de privatização de empresas estatais federais observado nos últimos meses tem dado alento à percepção de que a venda de ativos poderá aliviar em boa medida as dificuldades financeiras que vêm sendo enfrentadas pelo setor público nos últimos anos. Com frequência, percebe-se a privatização como uma maneira de se reduzir extensamente a magnitude do ajuste fiscal que se faz necessário no momento na economia brasileira. Há, inclusive, quem veja na receita que poderá advir da venda de ativos a justificativa mais importante para o próprio programa de privatização. Contudo, o que de fato se pode mostrar é que a contribuição financeira potencial do programa de privatização é muito mais limitada do que em geral se pensa.

Para se avaliar qual a postura fiscal do governo — ou seja, para se verificar se o governo está conduzindo uma política fiscal expansionista ou contractionista — costuma-se recorrer a alguma medida de déficit orçamentário. Tal como tem ocorrido em outros países, a privatização tem sido erroneamente vista no Brasil como uma maneira de reduzir o déficit do governo — e, conseqüentemente, de alterar sua postura fiscal — no montante equivalente ao resultado da venda dos ativos. A fonte deste tipo de confusão tem sido bem analisada na literatura recente, como, por exemplo, em Buitier (1983 e 1985), Hemming e Mansoor (1988) e Mansoor (1988). Já que a venda de ativos não acarreta mudanças no patrimônio líquido do governo, não há qualquer impacto fiscal, ainda que certamente o governo se veja com maior liquidez.

²⁰ Para uma análise cuidadosa deste ponto, ver Kay e Thompson (1986) e a Yarrow (1986).

Em princípio, o preço de venda de uma empresa estatal deveria ser determinado pelo valor presente do fluxo esperado de lucro líquido de impostos no futuro. Ao vender a empresa, o governo abre mão deste fluxo e não há, portanto, recursos novos para financiar responsabilmente um aumento de gastos ou para justificar uma redução de impostos. Caso isto não seja percebido, o aumento de gasto público no presente estará sendo feito às custas de maiores déficits no futuro. É claro que o problema nem mesmo se coloca no caso de empresas das quais apenas se esperam prejuízos no futuro, já que, *se isto é realmente inevitável*, elas simplesmente não são vendáveis a um preço positivo.

Como a necessidade de financiamento do setor público (NFSP) tem sido usada como um indicador da postura fiscal do governo, e como as vendas de ativos reduzem esta necessidade, existe a tentação natural de se perceber uma venda de ativos como uma mudança restritiva na postura fiscal. O problema é que, no caso das vendas de ativos — e em vários outros —, a NFSP constitui uma medida enganosa de postura fiscal. Se, por exemplo, o resultado das vendas de ativos fosse integralmente usado para financiar um aumento correspondente no consumo do governo no mesmo ano, não haveria mudança na NFSP. Assim, isto poderia induzir à crença de que uma elevação no consumo do governo financiada por vendas de ativos não altera a postura fiscal, o que é obviamente um absurdo. A dificuldade advém do fato de que o conceito de NFSP é obtido a partir de um sistema contábil que não discrimina as contas correntes e de capital, como na prática usual da contabilidade de empresas. No mundo empresarial é uma questão de bom senso: na medida em que valores contábeis estejam corretos, vendas de ativos não devem afetar lucros ou prejuízos [ver Buitter (1983 e 1985), Boskin (1982), Eisner (1984) e Eisner e Pieper (1984)].²¹

Ainda que a venda de ativos reduza a necessidade de financiamento do setor público, ela pode em nada contribuir para aumentar a poupança agregada através da maior geração de poupança pelo setor público. É este aumento que constitui a razão maior do ajuste fiscal que se faz necessário no momento na economia brasileira. De fato, não é qualquer redução da necessidade de financiamento do setor público que leva a uma elevação na poupança gerada por este setor. Tal elevação requer em geral um ajuste fiscal envolvendo alguma combinação de cortes de custeio com aumento de receita corrente.

Contudo, há situações em que operações de privatização podem ter um impacto fiscal. Sempre que investidores privados puderem perceber oportunidades de auferir lucros com ativos do setor público que não estiverem sendo adequadamente explorados pelo Estado, estarão dispostos a pagar por esses ativos mais do que o valor presente do fluxo de lucros que o Estado perderia ao vendê-los. Neste caso, a venda desses ativos teria um efeito positivo sobre o patrimônio líquido do governo, ainda que provavelmente menor do que o

²¹ Em Werneck (1986a) há uma análise deste ponto com relação à política de estabilização no Brasil no início dos anos 80.

valor da venda.²² E, sob estas condições, o custo do financiamento do déficit através da venda desses ativos poderia ser menor do que através de emissão de dívida.

Naturalmente, é importante saber se as oportunidades de lucro percebidas pelos investidores privados no controle desses ativos resultam da identificação de ganhos potenciais de eficiência, ou da simples possibilidade de exploração mais intensa do poder de monopólio existente. No último caso, o que permitiria o alívio nas finanças públicas seria o governo fechar os olhos diante de uma perda de eficiência alocativa na economia. E isto é algo bastante distinto do que os defensores mais coerentes da conexão entre privatização e eficiência econômica têm em mente.²³

É também importante verificar em cada situação específica se algumas das oportunidades de lucro vislumbradas pelos investidores privados estão realmente além do alcance do setor público. Não é este o caso, por exemplo, de mudanças na política de preços públicos para corrigir preços obviamente defasados em relação aos custos. Muito freqüentemente, a origem de tal situação é uma política de combate à inflação envolvendo práticas míopes de controle de preços. Caso haja a intenção de se permitir que os preços sejam aumentados imediatamente depois da privatização, é certamente mais defensável permitir que isto ocorra antes da transferência da empresa ao setor privado, o que constituiria uma prática mais transparente e permitiria uma avaliação mais correta, no momento da venda das ações, dos lucros após o relaxamento do controle de preços, contribuindo certamente para que tal venda se desse a um preço mais justo.

Merece também atenção a relação entre a privatização e o deslocamento dos investimentos privados induzido pelo financiamento do déficit público — o efeito conhecido como *crowding out*. Argúi-se com freqüência que o *crowding out* do setor privado será evitado sempre que o governo, ao invés de emitir títulos, vender ações de empresas estatais. Se tais ações forem também colocadas no mercado de capitais interno, esta não é uma avaliação correta. O financiamento do déficit público representa uma demanda por recursos no mercado de capitais da economia, o que pode levar a um aumento das taxas de juros. Em termos macroeconômicos, esta demanda será a mesma, sejam os recursos provenientes da venda de ações ou da emissão de títulos. Em ambos os casos o governo estará obtendo um determinado volume de financiamento

²² Isto foi lucidamente apontado por Adam Smith na *Riqueza das Nações* há mais de dois séculos, como citado por Yarrow (1986): "In every great monarchy in Europe the sale of crown lands would produce a very large sum of money, which, if applied to the payments of public debts, would deliver from mortgage a much greater revenue than any which those lands ever afforded to the crown... When the crown lands had become private property, they would, in the course of a few years, become well improved and well cultivated."

²³ Este ponto, que foi bem frisado por Yarrow (1986), pode ser importante no contexto brasileiro. Ver, por exemplo, as declarações de Nagi Nahas, que já foi considerado um dos maiores acionistas da Petrobrás, em entrevista ao *Jornal do Brasil*, em 27 de março de 1988, onde ele chama a atenção para o potencial de lucro decorrente do poder de monopólio da Petrobrás a ser explorado.

através da colocação de ativos no setor privado. Dependendo das preferências do setor privado por estes ativos, poderá haver efeitos diferentes sobre a taxa de juros, mas não se pode, em princípio, nem mesmo assegurar em qual caso o efeito será menor [ver Buiter (1983 e 1985)].

5 — Privatização e dívida pública

A venda de ativos tem sido também vista como uma forma de reestruturação do balanço patrimonial consolidado do governo, que permitiria uma redução do seu endividamento. Tal reestruturação tornaria as contas públicas menos dependentes do comportamento das taxas de juros interna e externa. Reestruturar o balanço patrimonial do governo, através da venda de ativos e resgate da dívida pública, também significa reestruturar os balanços patrimoniais do resto da economia. Pode-se pensar em termos de três balanços consolidados, referentes, respectivamente, ao governo, ao setor privado e aos não-residentes, como mostra a Tabela 3, a seguir.

Se a privatização significasse basicamente a venda de ativos fixos de empresas estatais para o setor privado, dever-se-ia utilizar, na análise que aqui se

TABELA 3

Balanços patrimoniais consolidados

	Ativo	Passivo
1 — Balanço patrimonial consolidado do governo (exclusive empresas estatais)	Ações de empresas estatais detidas pelo governo Outros ativos do governo	Dívida interna líquida do governo (exclui dívida das estatais) Dívida externa líquida do governo (exclui dívida das estatais) Patrimônio líquido do governo
2 — Balanço patrimonial consolidado do setor privado	Ações de empresas estatais detidas pelo setor privado Dívida interna líquida do setor privado Outros ativos do setor privado	Dívida externa líquida do setor privado Patrimônio líquido do setor privado
3 — Balanço patrimonial consolidado de não-residentes	Dívida externa líquida do setor público Dívida externa líquida do setor privado Ações de empresas estatais detidas por não-residentes Outros ativos de não-residentes	Patrimônio líquido de não-residentes na economia brasileira

faz, o balanço consolidado do setor público como um todo — e não apenas do governo. Tal balanço incluiria explicitamente tais ativos e, no lado do passivo, as dívidas das empresas estatais. Mas, dado que a privatização está sendo considerada como a venda de empresas estatais como firmas — e não como um conjunto de ativos líquidos —, é mais adequado considerar o balanço patrimonial do governo como mostrado na tabela. Se todas as empresas estatais fossem de propriedade integral do Estado, os direitos sobre o patrimônio líquido consolidado destas empresas constariam no ativo do balanço patrimonial do governo. Como existem acionistas minoritários, o que está incluído é simplesmente o valor das ações das empresas estatais em mãos do governo.²⁴ A venda destas ações e o uso da receita obtida para resgate, seja da dívida interna do governo, seja da sua dívida externa, mudariam a composição e reduziriam o valor total tanto do ativo quanto do passivo do primeiro balanço da tabela.

Simultaneamente, esta venda também geraria modificações em pelo menos um dos dois balanços restantes. Em ambos a modificação levaria a uma composição diferente do ativo, mas não necessariamente do passivo. No caso do setor privado, a modificação na estrutura do ativo envolveria uma redução no estoque de títulos da dívida pública interna — basicamente aplicações de curtíssimo prazo — e um aumento na carteira de ações de empresas estatais, que constituem ativos muito menos líquidos. Naturalmente, em uma economia com uma taxa esperada de inflação extremamente alta — como vem sendo o caso no Brasil —, há dificuldades específicas de se induzir uma mudança significativa deste tipo no ativo consolidado do setor privado.

Diante de uma inflação tão alta, os agentes econômicos tendem a revelar uma nítida preferência por manter suas carteiras tão líquidas quanto possível, de maneira a poder rever decisões de forma rápida, face ao ambiente extremamente instável. Perdas de capital advindas de mudanças bruscas nos preços relativos, que tendem a ser uma característica intrínseca da inflação alta, são particularmente temidas. Mas a preferência é apenas por ativos mais líquidos que também possam prover algum tipo de abrigo contra a inflação. A demanda por moeda reduz-se drasticamente e a demanda por liquidez, no sentido mais específico, tende a ser atendida por ativos indexados e de curtíssimo prazo. Assim, tanto o temor de grandes perdas de capital envolvidas em ativos de menor liquidez quanto a queda da demanda por moeda contribuem para produzir uma mudança nas carteiras do setor privado no sentido do aumento da importância dos ativos indexados de curtíssimo prazo.

Na economia brasileira, esta mudança vem tendo como contrapartida, no lado do passivo do governo, modificações correspondentes no tamanho e na composição da dívida pública interna, que vem crescendo de forma rápida e sendo rolada praticamente dia a dia. Contudo, isto não permite que se conclua que, simplesmente por estarem os detentores de títulos públicos refinanciando o governo diariamente, este poderia decidir passar a vender-lhes um grande volume de ações de empresas estatais, ao invés de títulos de curto

²⁴ Note-se que as dívidas das empresas estatais estão, portanto, sendo implicitamente consideradas com sinal negativo, no lado do ativo do balanço consolidado do setor público.

prazo. É bem verdade que o temor de um cenário de hiperinflação e de insolvência do governo podem levar, em um dado momento, a uma forte demanda por ativos reais, incluindo, portanto, empresas estatais privatizáveis. Mas, mesmo levando este ponto em consideração, não há dúvida de que as altas taxas de inflação que vêm sendo observadas na economia brasileira constituem um fator de limitação ao avanço do processo de privatização no país.

6 — As magnitudes envolvidas

É importante examinar as ordens de magnitude das variáveis de estoque relevantes que estão envolvidas na mencionada reestruturação dos balanços consolidados. Dadas as altas taxas atuais de inflação, é recomendável mensurar estas variáveis como proporção do PIB.²⁵ Conforme dados usados em Werneck (1987d), a dívida líquida interna do governo — que exclua a dívida das empresas estatais — corresponde aproximadamente a 14% do PIB, enquanto a sua dívida líquida externa — que também exclui a das empresas estatais — atinge cerca de 16% do PIB. Por outro lado, de acordo com dados anuais computados pela Secretaria de Controle das Empresas Estatais (Sest), o valor contábil do patrimônio líquido consolidado das estatais federais não-financeiras pode ser estimado em torno de 13% do PIB. Na hipótese de não haver alterações futuras no controle de preços e em outras regulamentações específicas a que estão sujeitas as empresas estatais, este percentual talvez esteja superestimando o valor de mercado dessas firmas. Pelo menos, esta parece ser a evidência para a maioria das empresas estatais federais com ações negociadas em bolsa.²⁶ Em muitas empresas estatais a superestimação do valor do patrimônio líquido resulta das dificuldades de se reavaliar ativos fixos, reajustando-se seus valores para baixo, segundo o que seria considerado mais realista.

Naturalmente, não se pode esquecer da existência de acionistas minoritários privados. É difícil estimar precisamente a posição relativa consolidada desses acionistas nas estatais. Embora a Sest publique dados do patrimônio líquido consolidado de todas as empresas estatais não-financeiras, as informações acerca da composição do capital próprio só estão disponíveis a nível de cada empresa. Isto acarreta problemas de dupla contagem quando se tenta agregar

²⁵ Mas, para evitar distorções, variáveis de estoque devem primeiro ser estimadas a preços médios do ano para serem comparadas com o PIB. Em resultado de altas taxas de inflação, valores de estoque nominais no final do período tendem a superestimar amplamente a importância dessas variáveis como proporção do PIB.

²⁶ O valor total de mercado das 100 maiores empresas com ações cotadas em bolsas era ligeiramente maior do que US\$ 22 bilhões no final de março de 1988. O valor de mercado das 12 estatais incluídas nessa lista representava aproximadamente 30% do total. Este percentual reduz-se a 25% caso se considerem apenas empresas públicas não-financeiras. Ver *Bolsa*, n.º 831, maio 1988.

tais dados, uma vez que existe uma rede complexa de controladoras e subsidiárias. Aparentemente, a posição dos acionistas privados poderia chegar, na média, a cerca de 20%. Se isto for verdade, e se a provável superestimação do valor contábil do patrimônio líquido mencionada acima for levada em consideração, chegar-se-á à conclusão de que as ações das empresas estatais nas mãos do governo devem valer bem menos do que 10% do PIB. Contudo, esta percentagem poderia ser consideravelmente aumentada em cenários que contemplassem mudanças nas políticas de controle de preços e nas regulamentações a que estão submetidas estas empresas, bem como em cenários de transferências de cada estatal envolvida no processo de privatização a um único grupo controlador.

Conseguir-se um resgate líquido da dívida pública através de recursos obtidos pela privatização provavelmente seria muito difícil num futuro próximo. Mais realisticamente, a venda de empresas estatais poderia amenizar o agravamento do endividamento do setor público, mas sem permitir um resgate líquido da dívida. Em termos dos balanços da Tabela 3, a privatização simplesmente evitaria aumentar ainda mais as crescentes dificuldades de se elevar a importância dos títulos de dívida pública nas carteiras do setor privado. Como o acesso ao financiamento externo tornou-se extremamente difícil, o aumento do endividamento do governo passou a depender basicamente da possibilidade de se colocar mais títulos no setor privado.

Após um significativo esforço no sentido de se restabelecer o controle sobre as contas públicas, o governo conseguiu limitar a necessidade de financiamento do setor público (NFSP) em aproximadamente de 4% do PIB em 1988. Dificilmente a NFSP poderá cair em 1989, mas, supondo-se, com grande otimismo, que a percentagem de 1988 possa ser mantida em 1989, e que 4% possa ser considerado uma boa aproximação do crescimento real esperado da dívida do setor público em 1989, isto significa que, a não ser que a privatização consiga gerar pelo menos um montante de importância similar, não haverá resgate líquido da dívida. Seria necessário um montante superior a US\$ 14 bilhões em um único ano, algo muito acima das previsões mais otimistas sobre o possível avanço do programa de privatização. No final de 1987, os ativos consolidados das 65 estatais selecionadas para serem privatizadas somavam aproximadamente US\$ 2 bilhões, sendo o valor das ações destas empresas detidas pelo setor público correspondente apenas a parte desta cifra.²⁷

O que, sim, pode acontecer é um significativo processo de "privatização da dívida", na medida em que o controle de algumas estatais for vendido ao setor privado. Mas isto seria, em grande parte, resultado de mero efeito estatístico, não tendo qualquer relação com o resgate da dívida do setor público. A transferência do controle de uma empresa estatal significaria que a totalidade da dívida teria que ser imediatamente reclassificada como parte da dívida do setor privado e, portanto, cancelada do lado do ativo do balanço consolidado

²⁷ Embora as 65 estatais representem 28% do número total de empresas estatais não-financeiras, seus ativos consolidados representavam apenas 5% do total de ativos dessas empresas [ver Moreira (1987)].

deste setor. Isto poderia ser erroneamente interpretado como parte do processo de resgate da dívida do setor público. Em empresas altamente endividadas e nas quais o Estado detém uma estreita posição majoritária, vendas relativamente pequenas de ações ordinárias poderiam levar a grandes impactos nas estatísticas da dívida do setor público como consequência deste processo de "privatização da dívida".²⁸

Como enfatizado acima, a venda de ativos públicos certamente não constitui, em princípio, uma forma de se reduzir o déficit público, mas sim de financiá-lo. No caso em que existem dificuldades crescentes de se emitir dívida pública adicional, a venda de ativos pode ser uma maneira de se lidar com um cenário no qual o governo enfrenta um sério problema de liquidez. Mas, mesmo que a venda possa representar uma contribuição financeira a curto prazo, é certo que não constituirá uma solução estrutural para o problema fiscal propriamente dito. Ainda assim, pode ser útil indagar qual a magnitude da contribuição financeira que realísticamente se poderia esperar das receitas advindas do programa de privatização.

Muito deverá depender das condições de venda dos ativos. Nos casos recentes de privatização, tem sido aberta a possibilidade de se financiar por oito anos até 70% do valor das vendas efetuadas. Se as condições de venda permanecerem as mesmas, resultados líquidos equivalentes a 0,5% do PIB, ou mais de US\$ 1,5 bilhão, irão requerer num único ano transferências de ativos ao setor privado acima de US\$ 5 bilhões, o que é considerado altamente irrealista. O governo federal anunciou em 1988 que esperava que a venda dos ativos ao longo do ano pudesse atingir US\$ 2 bilhões. Nesse caso, a receita líquida de US\$ 600 milhões corresponderia a menos de 0,2% do PIB. E, mesmo que o governo conseguisse vender ativos no valor de US\$ 4 bilhões em 1989, isto significaria receita líquida de US\$ 1,2 bilhão, ou seja, menos de 0,4% do PIB.²⁹

É claro que se poderia passar a exigir mais de 30% de pagamento à vista nas futuras operações de transferência de ativos ao setor privado. O problema é que isto pode afetar o valor total de ativos que é factível vender em um dado ano, e não necessariamente aumentar o valor líquido recebido à vista pelo governo. Presumindo-se, de forma otimista, que ainda seria possível vender US\$ 4 bilhões de ativos públicos se o pagamento à vista requerido fosse aumentado para 40%, a receita anual inicial seria elevada para menos de 0,5% do PIB. Parece pouco realista imaginar que o programa de privatização possa gerar uma contribuição financeira muito maior do que isto.

Talvez já percebendo a limitação desta contribuição — caso as vendas de ativos sejam restritas ao mercado de capitais interno —, o governo considerou em 1988 a idéia de viabilizar a redução da necessidade de financiamento do

²⁸ É claro que tais impactos nas estatísticas da dívida do setor público podem ser evitados se uma fração da dívida das estatais — correspondente à fração do capital próprio de propriedade de acionistas privados — for classificada como dívida do setor privado.

²⁹ Ver "Desestatização vai gerar 2 bilhões de dólares neste ano", *Jornal do Brasil*, 6 de agosto de 1988.

setor público, de 4% do PIB em 1988 para 2% em 1989, através de vendas de ativos envolvendo conversões diretas de dívida externa. As projeções mais otimistas no âmbito do governo anteviam vendas à vista de ativos no valor de US\$ 7 bilhões em 1989, pela simples troca de títulos da dívida externa por ações de empresas estatais detidas pelo governo.

Independentemente da viabilidade desta meta, e do fato de que a privatização das empresas envolvidas possa ser plenamente justificável e gerar benefícios de outra ordem, é importante reenfatar que a redução na necessidade de financiamento do setor público obtida através da simples venda de ativos constitui um ajuste fiscal ilusório. Esta não é a forma adequada de se levar à frente o ajuste fiscal por que necessariamente deverá passar a economia brasileira para que possa retornar à estabilidade e ao crescimento. Pode-se defender o programa de privatização de várias formas; o que não se pode é vê-lo como uma alternativa indolor a um efetivo ajuste fiscal.

7 — Privatização e retomada do crescimento econômico

Na Seção 2 foram analisados prováveis obstáculos ao avanço do processo de privatização no Brasil, que poderiam advir da oposição política por parte de importantes grupos de interesse. Mas o ritmo e os limites do processo de privatização deverão também ser em boa parte determinados por restrições de caráter estritamente econômico, que podem vir a impor dificuldades de natureza distinta. Privatização representa uma mudança estrutural que deve ser justificada em termos de objetivos de longo prazo. O problema central de longo prazo da economia brasileira é no momento a retomada do crescimento econômico. De 1940 a 1980, o país conseguiu manter uma taxa média de crescimento anual acima de 7%, mas no período 1981/87 esta taxa caiu para apenas 2,9%. O avanço efetivo da privatização no Brasil deverá ser determinado pelos efeitos que poderá ter no sentido de facilitar ou dificultar a retomada e manutenção do crescimento econômico rápido.

É certamente verdade que, como parte de um esforço mais geral de reforma e modernização do setor público e de aumento do grau de eficiência com que opera a economia brasileira, a privatização poderá contribuir de forma significativa para a retomada do crescimento econômico.³⁰ Mas o Brasil não será capaz de manter novamente altas taxas de crescimento sem um considerável aumento da taxa agregada de investimento. Torna-se fundamental perguntar, então, se a economia terá capacidade de financiar o esforço adicional de investimento requerido e se a privatização deverá contribuir para que este financiamento se torne mais fácil ou mais difícil.

³⁰ Para uma breve discussão acerca da necessidade urgente de uma drástica reforma no setor público no Brasil, ver Bacha e Werneck (1988).

As dificuldades financeiras que vêm sendo enfrentadas pelo setor público levaram a que a privatização passasse a ser defendida nos últimos anos como uma solução para o financiamento do crescimento. Este argumento vem sendo insistentemente defendido, por exemplo, por Rangel (1987), que acredita que o desenvolvimento dos serviços de utilidade pública deverá liderar a próxima fase de crescimento econômico no Brasil. Além de argumentar que o esforço de investimento requerido em um segmento tão intensivo em capital deverá exigir maior participação do setor privado, ele afirma que o arranjo tradicional, que atribui a manutenção e expansão dos serviços de utilidade pública ao Estado, funcionou razoavelmente bem por aproximadamente três décadas, mas teria agora que ser modificado. Tal arranjo levou ao endividamento excessivo do setor público e, em conseqüência, o governo tornou-se totalmente incapaz de financiar o esforço de investimento necessário em serviços de utilidade pública.

Mas felizmente, ainda segundo Rangel, o setor privado brasileiro está encarando exatamente o problema inverso, e isto leva a uma solução natural. Um corolário da mudança no padrão de investimento da economia, por ele previsto, é que as oportunidades de investimento em áreas tradicionalmente ocupadas pelo setor privado estão se tornando mais escassas. Mas, como a poupança está sendo basicamente gerada pelo setor privado, parece-lhe apenas natural que oportunidades de investimento em serviços de utilidade pública devam ser abertas ao setor privado. Isto evitaria algumas tensões difíceis e desnecessárias no processo de intermediação financeira envolvidas na canalização dos fundos inversíveis necessários do setor privado para o setor público. Segundo Rangel, a maior parte destas tensões adviria da incapacidade das empresas estatais de oferecer seus ativos fixos aos credores como garantia explícita ou implícita de pagamento de dívidas. Os credores sabem que é muito difícil se apoderarem desses ativos caso os empréstimos não sejam devidamente honrados. Isso equivale a afirmar de maneira algo elaborada que tais empresas perderam sua credibilidade.³¹

Deve ser mencionado que a idéia de que o endividamento do setor público está dificultando o investimento necessário em setores-chave da economia dominados por empresas estatais, e de que a privatização pode ser uma forma de retomar a expansão desses setores, é bastante disseminada no Brasil atualmente, indo muito além da audiência de Rangel. Muitos compartilham da

³¹ Para maiores detalhes sobre o argumento, ver Rangel (1987). Alguns problemas relativos ao argumento de Rangel serão analisados a seguir. Contudo, independentemente de quão convincentes os seus pontos de vista sobre privatização possam parecer, é importante ter em mente que eles têm tido uma grande influência sobre administradores e funcionários de alto escalão das empresas estatais. Embora essas idéias não tenham sido completamente aceitas, causaram muita inquietação no âmbito do setor público. Por muito tempo, Rangel foi visto como um importante defensor de um papel mais amplo para empresas estatais na economia, e esteve pessoalmente envolvido na criação da Petrobrás e da Eletrobrás nos anos 50 e início dos 60. Sendo visto como um economista de esquerda e nacionalista, sua postura em relação à questão contribuiu para que grupos influentes no setor público passassem a encarar o debate sobre privatização como algo mais complexo do que um simples confronto ideológico maniqueísta.

idéia geral de que as atuais restrições financeiras enfrentadas pelo Estado constituem um obstáculo estrutural à manutenção do esforço apropriado de investimento nesses setores, e de que a privatização poderia ser uma maneira de solucionar os problemas de financiamento de investimento existentes.

Mais adiante será argüido que pode haver um problema de consistência macroeconômica com esta percepção da questão. Contudo, no caso dos setores isolados, em particular dos relativamente pequenos, a privatização pode certamente ser uma forma de superar as dificuldades de financiamento de investimento. Isto vem se tornando uma idéia atraente entre alguns administradores no setor público, cansados de ver projetos de investimento, previamente aprovados pelo governo, serem cortados em decorrência da necessidade de se manter a NFSP sob controle.³²

O que Rangel e outros têm argumentado é que a defesa da privatização no Brasil pode ser em parte feita em termos dos efeitos positivos que poderia vir a ter sobre o financiamento de investimentos, particularmente naqueles setores controlados por empresas públicas. Dadas as sérias dificuldades financeiras por que tem passado o setor público, a transferência de empresas estatais intensivas em capital para o setor privado — que não estaria com restrições financeiras tão sérias — seria o caminho natural para aumentar o investimento tão necessário nessas empresas e, conseqüentemente, elevar o investimento agregado. O problema com este tipo de raciocínio é que certamente falta-lhe consistência macroeconômica. Existe uma restrição de poupança agregada a ser encarada. Transferir a responsabilidade de investimento do setor público para o setor privado não levaria a uma taxa de investimento global sustentável mais alta, a menos que houvesse um aumento concomitante da taxa agregada de poupança.

Uma vez entendido este ponto, passa-se a uma nova discussão, bastante distinta, acerca dos atuais determinantes da restrição de poupança na economia brasileira. Desde meados dos anos 70, a taxa de poupança interna no Brasil caiu quase um terço. Já se mostrou — e hoje há um amplo consenso sobre isto — que a razão fundamental desta queda foi o padrão de ajustamento assimétrico da economia brasileira aos choques externos no final dos anos 70 e início dos 80 [ver Werneck (1986b e 1987b)]. Vários fatores contribuíram para que a maior parte do ônus do ajustamento recaísse sobre o setor público. E isto só foi possível às custas da redução do papel do setor público como poupador. A importância passada deste papel não deve ser subestimada. Em meados da década de 70, um terço da poupança interna era gerada pelo setor público.

A capacidade da economia brasileira de sustentar novamente sua alta taxa histórica de crescimento depende de um aumento significativo do baixo esforço de poupança interna observado atualmente. A concepção de uma política que possa efetivamente gerar este aumento envolve alguns *trade-offs* importantes, que foram analisados em Werneck (1987a), através de simula-

³² Para um caso recente, inequívoco e contundente, ver "Privatização garantirá expansão da Petroquímica União, diz Presidente", *Gazeta Mercantil*, 1 de março de 1988.

ções baseadas em dois modelos simples de consistência. Estas simulações delineiam o aumento necessário da poupança do setor privado, em diferentes cenários, que envolvem hipóteses distintas acerca da evolução da distribuição de renda e das variáveis que determinam a capacidade de poupança do setor público. Os resultados enfatizam a falta de realismo de políticas de poupança que não envolvam a restauração da importância da poupança do setor público. A necessidade desta restauração fica particularmente clara quando se consideram cenários em que se prevê uma redistribuição de renda mesmo modesta — e altamente provável — em favor da classe trabalhadora no futuro próximo e se leva em consideração o impacto desta redistribuição sobre a poupança privada.

Se a poupança agregada adicional que será requerida terá que advir basicamente de um aumento na poupança do setor público, isto significa que o investimento do setor público deverá tornar-se menos restrito financeiramente. O capital próprio voltaria a financiar uma parte importante dos investimentos das empresas estatais. Mas então, do ponto de vista estrito do financiamento do investimento público, não haveria razão para a privatização. É claro que pode haver outros argumentos que justifiquem a privatização. Contudo, é interessante chamar a atenção para o fato de que restrições de financiamento do investimento devem impor dificuldades ao avanço da privatização, particularmente nos setores intensivos em capital, como os serviços de utilidade pública, exatamente ao contrário do que Rangel e outros têm argumentado.

Se a economia brasileira conseguir manter novamente sua taxa histórica de crescimento, a rápida expansão que será requerida por estes setores deverá envolver um esforço de investimento substancial. A discussão acerca da capacidade financeira de absorção do setor privado em programas de privatização tem normalmente ficado centrada em estoques, e não em fluxos. Será o setor privado capaz de comprar os ativos a serem transferidos, pagando o que eles realmente valem? Não há dúvida sobre a relevância de tal discussão, mas é pelo menos tão importante discutir também a capacidade financeira das empresas privatizadas de manter o investimento necessário nos setores em que elas operam. Em muitos setores intensivos em capital, tais como eletricidade, telecomunicações e transporte ferroviário, até mesmo os maiores grupos brasileiros enfrentariam sérias dificuldades para sustentar o esforço de investimento requerido.

É claro que a expansão poderia ser amplamente financiada pelo Estado, como foi feito no passado em muitos outros setores. Naturalmente, neste caso, o argumento em favor da privatização perderia muita força. Além disso, a canalização para as empresas privadas dos vultosos fundos públicos requeridos poderia também envolver dificuldades, já observadas no passado, caso não se possa recorrer a doações e se queira preservar o caráter privado das empresas.³³

³³ Tais dificuldades foram enfrentadas durante os anos 70 em vários setores. Muito freqüentemente recorreu-se à simples doação de fundos públicos ou as firmas caíram sob o controle do Estado. Ver Werneck (1977 e 1987b) e, especialmente, Najberg (1989).

De fato, a necessidade de se evitar doações de fundos e ativos públicos pode vir a ser um obstáculo importante à própria transferência de ativos. Doações vultosas foram possíveis nos anos 70, sob o governo militar. Mas considerações óbvias de equidade distributiva tendem a torná-las mais difíceis nas circunstâncias políticas atuais. Sem recurso a doações, até mesmo os gestores do programa brasileiro de privatização reconhecem que seria muito difícil vender o controle da maioria das grandes empresas estatais [ver Moreira (1987)].

Para lidar com estas dificuldades, o governo tem considerado uma estratégia alternativa de privatização: ao invés de vender a empresa para um grupo controlador, venderia ações para um grande número de investidores. Ademais, o poder de influência de qualquer acionista seria limitado aos votos correspondentes a 5% das ações ordinárias, e o Estado manteria uma ação ordinária de classe especial — a *golden share* — já mencionada. Isto foi denominado “modelo de pulverização do capital.” Um dos problemas desse modelo é que ele pode constituir um artifício para se recorrer à doação de ativos públicos. O que se apresentou como razão explícita para esta alternativa foi o fato de que o valor de cada ação ordinária seria menor do que no caso de venda da empresa a um grupo controlador.³⁴ Um outro problema com o “modelo de pulverização do capital” é que fornece aos administradores abrigos muito efetivos contra *take-overs*, o que certamente é criticável do ponto de vista de eficiência.³⁵

Naturalmente, a capacidade do setor privado de absorver os ativos a serem transferidos, bem como de manter o investimento requerido nos setores privatizados, certamente dependerá do papel que será concedido aos investidores estrangeiros. As especulações sobre isto levantam questões difíceis acerca do poder relativo da coalizão nacionalista no Congresso. O papel potencial da conversão de dívida externa em ações também deve ser devidamente considerado.

Como bem se sabe, a conversão da dívida em ações é um dos possíveis esquemas de redução da dívida externa. Parece particularmente conveniente quando o problema do endividamento externo, que por muito tempo foi em geral considerado da perspectiva exclusivamente macroeconômica, é também enfocado de um ponto de vista menos agregado.³⁶ Muito frequentemente, uma situação de endividamento externo excessivo, no sentido macroeconômico, tem como contrapartida, ao nível das empresas, dificuldades financeiras que advêm de taxas de endividamento muito altas. A idéia de se converter dívida externa em capital próprio com deságio parece particularmente atraente à primeira vista, dado que ela poderia significar

³⁴ Doações para 100 mil pessoas não são mais justificáveis do que para cinco ou até mesmo uma. Como foi apontado por Brittan (1986): “... preço de venda barato é um subsídio regressivo dado pelos contribuintes em geral àqueles que se encontram nas franjas da classe de acionistas existente”. Ele estava referindo-se à economia inglesa, mas o argumento tem muito mais força no caso da economia brasileira, dada a maior desigualdade que se pode observar tanto na distribuição de renda como na de riqueza.

³⁵ Este último ponto foi lucidamente trazido ao debate sobre privatização no país pelo advogado Paulo Aragão.

³⁶ Para uma análise detalhada recente dos vários esquemas de redução da dívida, da perspectiva da economia brasileira, ver Carneiro Netto e Werneck (1989).

uma forma consistente de se atenuar simultaneamente problemas de endividamento tanto a nível da economia quanto das empresas. O contraste com outros esquemas de redução da dívida é óbvio. Dado um valor a ser convertido e o deságio, a recompra da dívida, por exemplo, terá em geral um impacto muito mais limitado no endividamento excessivo a nível microeconômico do que a conversão em ações, mesmo que ambas tenham um efeito similar a nível macro.

No Brasil, a maior parte da dívida externa é de responsabilidade do setor público. E não é surpreendente que no âmbito do setor público se encontrem as mais altas taxas de endividamento a nível das empresas. A evidência disponível é de que as estatais são muito mais endividadas do que tanto as empresas privadas quanto as estrangeiras.³⁷ A Tabela 4 apresenta os in-

TABELA 4
Endividamento externo das empresas públicas federais por setores — 1985

Setores	%	Setores	%
Silvicultura e extração florestal		Energia nuclear	
dívida total/ativo total	21,60	dívida total/ativo total	120,80
dívida externa/ativo total	9,91	dívida externa/ativo total	80,58
dívida externa/dívida total	45,91	dívida externa/dívida total	79,40
dívida externa total/patrimônio líquido	12,63	dívida externa total/patrimônio líquido	(5.442,13)
Extração e beneficiamento de minerais metálicos		Abastecimento e armazenagem	
dívida total/ativo total	50,40	dívida total/ativo total	59,04
dívida externa/ativo total	29,64	dívida externa/ativo total	16,65
dívida externa/dívida total	58,71	dívida externa/dívida total	17,63
dívida externa total/patrimônio líquido	58,96	dívida externa total/patrimônio líquido	21,14
Extração e beneficiamento de minerais não-metálicos		Comércio	
dívida total/ativo total	51,90	dívida total/ativo total	56,84
dívida externa/ativo total	22,67	dívida externa/ativo total	9,35
dívida externa/dívida total	43,69	dívida externa/dívida total	16,47
dívida externa total/patrimônio líquido	47,13	dívida externa total/patrimônio líquido	21,74
Indústria mecânica		Transportes	
dívida total/ativo total	84,90	dívida total/ativo total	39,30
dívida externa/ativo total	9,54	dívida externa/ativo total	18,78
dívida externa/dívida total	11,16	dívida externa/dívida total	49,77
dívida externa total/patrimônio líquido	65,61	dívida externa total/patrimônio líquido	32,65
Indústria metalúrgica e siderúrgica		Comunicações	
dívida total/ativo total	95,40	dívida total/ativo total	26,80
dívida externa/ativo total	37,80	dívida externa/ativo total	16,99
dívida externa/dívida total	44,26	dívida externa/dívida total	63,45
dívida externa total/patrimônio líquido	298,01	dívida externa total/patrimônio líquido	29,22
Indústria química		Outras atividades	
dívida total/ativo total	26,80	dívida total/ativo total	72,40
dívida externa/ativo total	12,63	dívida externa/ativo total	15,44
dívida externa/dívida total	43,42	dívida externa/dívida total	21,09
dívida externa total/patrimônio líquido	17,90	dívida externa total/patrimônio líquido	57,60
Outras indústrias de transformação		Empresas em implantação	
dívida total/ativo total	63,80	dívida total/ativo total	65,90
dívida externa/ativo total	32,16	dívida externa/ativo total	38,73
dívida externa/dívida total	50,75	dívida externa/dívida total	57,12
dívida externa total/patrimônio líquido	87,79	dívida externa total/patrimônio líquido	115,37
Energia hidrelétrica		Total agregado	
dívida total/ativo total	74,70	dívida total/ativo total	63,90
dívida externa/ativo total	38,08	dívida externa/ativo total	33,15
dívida externa/dívida total	51,02	dívida externa/dívida total	51,86
dívida externa total/patrimônio líquido	207,53	dívida externa total/patrimônio líquido	104,08

FONTE: Elaborada a partir de dados extraídos de Seplan/Sei, *Perfil das empresas estatais*, 1986, v. 1.

37 Ver, por exemplo, os resultados de pesquisas anuais computados pela Fundação Getúlio Vargas, publicadas em edições especiais da *Conjuntura Econômica*.

dicadores de endividamento extraídos dos balanços das estatais, consolidados de acordo com os vários setores nos quais essas empresas operam). A relação global dívida total/ativos totais alcança 64%. Existem grandes diferenças no padrão de financiamento desses setores, mas em alguns deles as taxas de endividamento são extremamente altas. Dentre os mais importantes, vale notar o caso do setor metalúrgico, cujo endividamento atinge 85%. A importância da dívida externa no padrão de financiamento das estatais pode também ser examinada na tabela. Em muitos setores, a dívida externa é responsável por aproximadamente 50% do total da dívida. De acordo com a mesma tabela, a relação global dívida externa/patrimônio líquido é maior que 100%, alcançando 207% no caso do setor hidroelétrico e 298% no caso do setor metalúrgico. Dados do mesmo tipo, consolidados para os cinco maiores grupos de empresas estatais, são apresentados na Tabela 5.³⁸

TABELA 5

*Endividamento externo das empresas públicas federais:
cinco maiores grupos — 1985*

Petrobrás	
dívida total/ativo total	54,20
dívida externa/ativo total	22,78
dívida externa/dívida total	40,22
dívida externa total/patrimônio líquido	52,51
CVRD	
dívida total/ativo total	51,90
dívida externa/ativo total	27,34
dívida externa/dívida total	52,34
dívida externa total/patrimônio líquido	57,23
Telebrás	
dívida total/ativo total	27,00
dívida externa/ativo total	17,47
dívida externa/dívida total	43,19
dívida externa total/patrimônio líquido	29,34
Siderbrás	
dívida total/ativo total	89,30
dívida externa/ativo total	45,89
dívida externa/dívida total	50,41
dívida externa total/patrimônio líquido	511,92
Eletrobrás	
dívida total/ativo total	75,70
dívida externa/ativo total	40,06
dívida externa/dívida total	52,38
dívida externa total/patrimônio líquido	170,32

FONTE: Elaborada a partir do dados extraídos de Seplan/Seest, *Perfil das empresas estatais*, 1986, V. 1.

³⁸ Deve-se notar que a taxa de endividamento da Siderbrás é de 89%, um fato disfarçado na tabela anterior pela inclusão do grupo no setor metalúrgico, junto a outras empresas menos endividadas.

Aproximadamente dois terços do total da dívida externa das empresas estatais estão concentrados em apenas dois setores: energia elétrica e metalúrgico, sendo o último composto predominantemente por empresas siderúrgicas. De fato, de acordo com a Tabela 6, em 1985 as empresas destes dois setores detinham mais de US\$ 24 bilhões do total de US\$ 36,1 bilhões da dívida externa das estatais. O padrão da distribuição desta dívida entre as empresas também pode ser visto sob uma outra perspectiva, se a dívida for desagregada de forma alternativa, como na Tabela 7. Pode-se notar que os cinco maiores grupos são responsáveis por 70% do total da dívida das estatais.

TABELA 6
*Distribuição da dívida externa das empresas
públicas federais por setores — 1985*

Setores	%	Valor em US\$ milhões
Silvicultura e extração vegetal	0,05	17,4
Extração e beneficiamento de minerais metálicos	4,54	1.640,0
Extração e beneficiamento de minerais não-metálicos	7,34	2.652,7
Indústria mecânica	0,10	36,1
Indústria metalúrgica e siderúrgica	25,11	9.075,6
Indústria química	1,07	385,7
Outras indústrias de transformação	0,53	189,6
Energia hidrelétrica	41,58	15.028,1
Energia nuclear	6,92	2.502,1
Distribuição e armazenagem	0,13	46,1
Comércio	0,44	158,6
Transportes	6,79	2.453,9
Comunicações	3,35	1.210,2
Outras atividades	0,55	200,5
Empresas em implantação	1,50	541,6
Total agregado	100,00	36.138,2

FONTE: Elaborada a partir de dados extraídos de Seplan/Sest, *Perfil das empresas estatais*, 1986, V. 1.

TABELA 7
*Distribuição do total de débitos externos das empresas
públicas federais por setores — 1985*

Setores	%	Valor em US\$ milhões
Petrobrás	8,14	2.942,6
CVRD	4,21	1.522,0
Telebrás	3,34	1.207,2
Siderbrás	21,28	7.690,9
Eletrobrás	32,36	11.694,1
Outras empresas e grupos	30,66	11.081,5
Total agregado	100,00	36.138,2

FONTE: Elaborada a partir de dados extraídos de Seplan/Sest, *Perfil das empresas estatais*, 1986, V. 1.

Parte desta dívida consiste em empréstimos concedidos por agências estrangeiras multilaterais e governamentais.³⁹ Mas uma grande parte consiste em empréstimos de bancos privados. Em princípio, pelo menos, haveria um amplo espaço para a conversão de dívida em ações nas estatais. Uma possibilidade seria investidores estrangeiros tendo participações minoritárias no capital dessas empresas, o que certamente não constituiria um arranjo totalmente novo, pelo menos no Brasil. Há muitos casos, com distintos graus de sucesso, de acionistas estrangeiros privados em empresas estatais brasileiras. Contudo, provavelmente será difícil converter uma parte significativa da dívida em ações, caso as estatais tiverem que permanecer sob controle do governo. Em muitos casos haveria um interesse maior por este tipo de operação se o controle da empresa pudesse ser adquirido através de um processo de privatização.

Por outro lado, deve-se lembrar que em vários setores atualmente dominados por estatais a experiência passada com empresas estrangeiras ficou longo de ter sido um sucesso, e os investidores estrangeiros certamente terão isto em mente. Controles de preços irrealistas nos serviços de utilidade pública, com conseqüente perda de qualidade dos serviços e insuficiência de investimentos, levaram no passado a um conflito contínuo entre investidores estrangeiros, de um lado, e o governo, aliado a uma considerável parcela da opinião pública, de outro.⁴⁰ Em princípio, não há nada que assegure que isto não vai acontecer de novo, especialmente tendo em vista o fato de que o governo vem tratando suas próprias empresas exatamente desta maneira há muitos anos.

Ademais, não se deve subestimar a força da oposição política à privatização do núcleo das empresas estatais no Brasil, principalmente quando o controle estiver para ser transferido para investidores estrangeiros. O recente entusiasmo de alguns segmentos do Executivo em torno desta idéia não parece ter conseguido ainda permear uma parte importante do Congresso. Há sinais de que o Executivo pode estar tentando nadar contra a corrente, dado o espírito que inspirou a elaboração da nova Constituição pelo Congresso. Foi vedado a empresas privadas — tanto nacionais quanto estrangeiras — o acesso ao setor de telecomunicações e a atividades de exploração de petróleo. Além disso, a participação do investimento estrangeiro na mineração foi severamente limitada.

Foi argumentado acima que, enquanto não houver um aumento na poupança agregada, o repasse de responsabilidades de investimento do setor público para o setor privado não deverá ter qualquer efeito mais considerável sobre o investimento agregado, bem como no crescimento. É difícil acreditar que a privatização, quando limitada à transferência de ativos públicos a investidores privados brasileiros, levará, por si só, a alguma elevação significativa na poupança agregada. Mas é importante indagar se a trans-

³⁹ Mais de um quarto do total da dívida externa brasileira foi concedido por tais agências.

⁴⁰ Para uma excelente discussão a respeito dessa experiência passada em uma área particularmente sensível — o setor elétrico —, ver Tandler (1968).

ferência de ativos públicos para investidores estrangeiros, particularmente através da conversão da dívida externa, pode levar a um aumento da poupança agregada.

Esta é uma questão difícil. Pode-se argumentar que o controle estrangeiro sobre alguns setores que são hoje dominados pelo Estado induziria futuros investimentos diretos para financiar parcialmente a requerida expansão desses setores. Isto equivale a dizer que quanto maior for a importância do estoque de investimento estrangeiro no país maior será o fluxo de investimentos diretos, o que é pelo menos uma proposição discutível. No que diz respeito a outras formas de poupança externa, pode-se argumentar que empresas estrangeiras têm um acesso mais fácil ao financiamento via endividamento externo, principalmente no caso de empréstimos entre empresas. Contudo, parece que os problemas do acesso da economia brasileira a empréstimos voluntários têm muito menos a ver com a falta de credibilidade de determinados agentes do que da economia como um todo.

8 — Comentários finais

É muito provável que o processo de privatização no Brasil venha a assumir nos anos 90 uma importância muito maior do que a que se pôde observar na década de 80. Seria desejável que este processo fosse balizado por considerações de longo prazo, e que se evitassem visões equivocadas acerca da natureza e magnitude do alívio financeiro que a venda de ativos poderá trazer às contas públicas a curto prazo. Como salientado acima, a contribuição financeira potencial do programa de privatização é muito mais limitada do que em geral se pensa. Não faz sentido, portanto, alicerçar-se a justificativa central da privatização nesta contribuição, principalmente quando em muitos casos há justificativas muito mais sólidas, fundadas nos argumentos de eficiência e de definição mais clara da divisão de papéis entre os setores público e privado. É importante que não se perceba a venda de ativos do setor público como um simples artifício para se evitar enfrentar o equacionamento do penoso ajuste fiscal que se interpõe entre a atual crise brasileira e a volta à estabilidade e ao crescimento.

É também importante entender que, ao contrário do que tem sido defendido recentemente, a simples transferência de responsabilidades de investimento do setor público para o setor privado, através da privatização, não constitui uma saída fácil nem para a superação dos problemas de financiamento da expansão dos segmentos mais importantes do setor produtivo estatal, nem para a retomada dos investimentos da economia como um todo. É verdade que em alguns casos marginais a privatização pode ser uma forma de se equacionar os problemas de financiamento da expansão que se faz necessária. Mas qualquer aumento significativo da taxa de investimento da economia só poderá ser sustentado através de uma elevação correspondente do esforço interno de poupança. Não há razões para se crer que isto

possa decorrer do simples processo de privatização. Realisticamente, só poderá decorrer de um vigoroso ajuste fiscal, que restaure a capacidade de geração de poupança do setor público.

Abstract

The paper first analyzes the recent privatization experience in Brazil, as well as the possible difficulties that privatization is bound to face in the near future. Following that there is an evaluation of the potential macroeconomic impact of the privatization process in Brazil. The use of asset transfers as a fiscal policy instrument is examined, in a way that stresses the need to avoid certain macroeconomic misconceptions that have been frequently detected in the recent privatization debate, not only in Brazil but elsewhere. The possibility of restructuring the overindebted public sector's balance sheet through privatization is also analysed, as well as the possible impact of privatization on savings, investment and economic growth.

Bibliografia

- ABAMEC — Associação Brasileira de Analistas de Mercado de Capitais. Nova América: um exemplo de operação bem-sucedida. *Boletim Abamec*, Rio de Janeiro, (6), ago. 1987a.
- ——. Piratininga passa ao controle da Portland. *Boletim Abamec*, Rio de Janeiro, (6), ago. 1987b.
- BACHA, E., e WERNECK, R. L. F. Reforma do setor público: o primeiro desafio. In: *Estratégias de desenvolvimento: alternativas para o Brasil*. Rio de Janeiro, INPES/IPEA, 1988 (Relatório Interno, 8).
- BOSKIN, M. J. Federal government deficits: some myths and realities. *American Economic Review*, maio 1982.
- BRASIL. Secretaria de Planejamento da Presidência da República. Conselho Interministerial de Privatização. *Relatório de atividades desenvolvidas pelo Conselho Interministerial de Privatização, exercício de 1987*. Brasília, 1988, mimeo.
- BRITTAN, S. Privatization: a comment on Kay and Thompson. *Economic Journal*, 96, mar. 1986.
- BUITER, W. H. *Measurement of public sector deficit and its implication for policy evaluation and design*. Washington, D.C., International Monetary Fund, jun. 1983 (Staff Papers, 30).
- ——. A guide to public sector debt and deficits. *Economic Policy*, (1), nov. 1985.

- CARNEIRO NETTO, D. D., e WERNECK, R. L. F. *Managing Brazil's external debt: the contribution of debt reduction schemes*. Washington, D. C., The World Bank, jan. 1989 (Internal Discussion Paper, Report n.º IDP-0031, Latin American and Caribbean Region Series).
- EISNER, R. Which government deficits: some issues of measurement and their implications. *American Economic Review*, maio 1984.
- EISNER, R., e PIEPER, P. J. A new view of the federal debt and budget deficits. *American Economic Review*, mar. 1984.
- HEMMING, R., e MANSOOR, A. M. *Privatization and public enterprises*. Washington, D. C., International Monetary Fund, 1988 (Occasional Paper, 56).
- KAY, J. A., e THOMPSON, D. J. Privatization: a policy in search of a rationale. *Economic Journal*, 96, mar. 1986.
- MANSOOR, A. M. The budgetary impact of privatization. In: BLEJER, M. I., e CHU, K. Y. *Measurement of fiscal impact: methodological issues*. Washington, D. C., International Monetary Fund, 1988 (Occasional Paper, 59).
- MENDES, J. C. Uma análise do programa brasileiro de privatização. *Conjuntura Económica*, Rio de Janeiro, set. 1987.
- MOREIRA, D. C. *Programa de privatização: o grande desafio*. Brasília, Seplan/ Conselho Interministerial de Privatização, 1987.
- NAJBERG, S. *Privatização dos recursos públicos: os empréstimos do Sistema BNDES ao setor privado nacional com correção monetária parcial*. Rio de Janeiro, PUC/Departamento de Economia, ago. 1989, mimeo (Dissertação de Mestrado).
- RANGEL, I. *Economia brasileira contemporânea*. São Paulo, Editora Bernal, 1987.
- TENDLER, J. *Electric power in Brazil: entrepreneurship in the public sector*. Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1968.
- WERNECK, R. L. F. Estatização, crescimento rápido e equidade distributiva. In: CARNEIRO NETTO, D. D., org. *Brasil: dilemas da política econômica*. Rio de Janeiro, Campus, 1977.
- — — — —. A questão do controle da necessidade de financiamento das empresas estatais e o orçamento de dispêndios globais da Sest. *Pesquisa e Planejamento Económico*, Rio de Janeiro, 16 (2):381-412, ago. 1986a. [Incluído também em: WERNECK, R. L. F. *Empresas estatais e política macroeconómica*. Rio de Janeiro, Campus, 1987.]
- — — — —. Poupança estatal, dívida externa e crise financeira do setor público. *Pesquisa e Planejamento Económico*, Rio de Janeiro, 16 (3):551-74, dez. 1986b. [Incluído também em: WERNECK, R. L. F. *Empresas estatais e política macroeconómica*. Rio de Janeiro, Campus, 1987.]

- . Retomada do crescimento e esforço de poupança: limitações e possibilidades. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, 17 (1):1-18, abr. 1987a.
- . *Public sector adjustment to external shocks and domestic pressures in Brazil, 1970-85*. Rio de Janeiro, PUC/Departamento de Economia, 1987b (Texto para Discussão, 163).
- . *Empresas estatais e política macroeconômica*. Rio de Janeiro, Campus, 1987c.
- . *Um modelo de simulação para análise do financiamento do setor público*. Rio de Janeiro, PUC/Departamento de Economia, 1987d (Texto para Discussão, 175).
- YARROW, G. Privatization in theory and practice. *Economic Policy*, (2), abr. 1986.

(Originais recebidos em junho de 1989. Revisos em agosto de 1989.)