

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC-RJ

Abril de 1989

TEXTO PARA DISCUSSÃO  
Nº 223

ASPECTOS MACROECONÔMICOS  
DA PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL

Rogério L. Furquim Werneck

## SUMÁRIO

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 poupança, investimento e crescimento econômico.

## 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.

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 tem sido atribuídas à palavra privatização: [i] venda completa ou parcial de empresas estatais ao setor privado, [ii] ampliação da produção privada de serviços providos pelo governo e [iii] esforço planejado de desregulamentação. Mas neste artigo a análise se restringe 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, a privatização poderá se tornar 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 esse debate. Contém cinco seções, além desta introdução. A próxima seção 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. O impacto da privatização sobre poupança, investimento e crescimento econômico é analisado na seção 6.<sup>1</sup>

-----  
<sup>1</sup> 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.

## 1. 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.<sup>62</sup> Em 1981, uma nova legislação estabeleceu regras a serem respeitadas na transferência de empresas públicas para o setor privado.<sup>63</sup> Uma comissão especial de três membros, formada pelos Ministros do Planejamento, da Fazenda e da Desburocratização, foi criada para conduzir o processo de privatização. Esta comissão deveria 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.

Em novembro de 1985, já depois do fim do governo militar, uma nova legislação foi aprovada, mudando os procedimentos do processo de privatização.<sup>64</sup> Um novo Conselho Interministerial de

-----  
<sup>62</sup> Decreto No 83740, de 18 de julho de 1979. Ver Mendes [1987] para uma breve revisão da evolução da legislação sobre privatização de 1979 a 1986.

<sup>63</sup> Decreto No 86215, de 15 de julho de 1981.

<sup>64</sup> Decreto No 91991, de 28 de novembro de 1985.

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 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. No final de 1986 os procedimentos foram novamente mudados.<sup>5</sup> O Conselho ganhou maior poder executivo. 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 190 milhões de dólares aproximadamente. Como foi apontado por Mendes [1987], este resultado é equivalente 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 17 transferências ao setor privado foram registradas, e apenas uma

-----  
<sup>5</sup> Decreto No 93606, de 21 de novembro de 1986.

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 27 milhões de dólares.<sup>4</sup> O valor acumulado das vendas de 1980 a 1987 foi portanto menos de 220 milhões de dólares.

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 setenta e início dos anos oitenta, muitas delas caíram sob controle do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

-----  
<sup>4</sup> Ver Conselho Interministerial de Privatização [1988].

TABELA 1  
 PRIVATIZACOES CONCLUIDAS  
 1980-1986

EMPRESA	INDUSTRIA	DATA DE PRIVATIZACAO	FORMA DE VENDA	VALOR DA OPERACAO (US\$1000 correntes)
Cia. Brasileira de Cimento Portland Perus e Estrada de Ferro Perus-Pirapora e Cibrape*	Cimento	Mai 20,1980	Concorrenca	15879,4
Cia. Quimica do Reconcavo-CQR	Quimica	Nov 24,1981	Venda direta	5061,1
Cia.America Fabril	Textil	Nov 31,1981	Concorrenca	28756,0
Riocell	Celulose	Mar 10,1982	Venda direta	77542,2
Metodo-Organizacao e Planejamento de Sistemas Empresariais Ltda.	Consultoria	Jun 01,1982	Venda direta	11,6
Cia. de Tecidos Dona Isabel	Textil	Jul 1982	Concorrenca	16897,6
Industria Brasileira de Papel-Inbapel	Papel	Ago 27,1982	Concorrenca	3245,3
Cia. Pernambuco de Borracha Sintetica-Coperbo	Borracha Sintetica	Dez 28,1982	Venda direta	24771,6
Opalma-Oleos de Palma Agroindustrial	Oleos Vegetais	Mar 25,1983	Concorrenca	3055,5
Cia.Federal de Seguros	Seguros	Abr 20,1983	Concorrenca	7107,3
Nitriflex-Industria e Comercio	Quimica	Abr 27,1983	Concorrenca	5371,8
Livraria Jose Olympio Editora, Encine e Didacta	Editora	Abr 16,1984	Leilao	218,2
Cia.Melhoramentos de Blumenau (Grande Hotel)	Hotel	Jun 09,1986	Concorrenca	420,2

\* No caso destas empresas so os ativos fixos foram vendidos ao setor privado.

TABELA 2  
 PRIVATIZACOES CONCLUIDAS  
 1987

EMPRESA	INDUSTRIA	DATA DE PRIVATIZACAO	FORMA DE VENDA	COMPRADOR	VALOR DA OPERACAO (US\$1000 correntes)
Cia.Nacional de Tecidos Nova America S.A.	Textil	Jun 09,1987	Leilao	Multitextil (Grupo Cataguazes-Leopoldina)	15855,7
Maquinas Piratininga do Nordeste S.A.	Bens de Capital	Jun 23,1987	Concorrenca	Cimento Portland Poty (Grupo Votorantim)	1363,2
Maquinas Piratininga S.A.	Bens de Capital	Set 15,1987	Concorrenca	Wuppertal-Industria de Maquinas Ltda	106,6
FERMAG-Ferritas Magneticas S.A.	Ligas Magneticas	Nov 26,1987	Concorrenca	Araldi Participacoes S.A.	-

FONTE: Conselho Interministerial de Privatizacao [1988]

(BNDES), formando um grupo de empresas conhecido no país como 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. Eles ilustram aspectos importantes do atual processo de privatização no Brasil. A nova estrutura legal e institucional implantada durante o período 1985-6 permite um relativo grau de flexibilidade na transferência 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.\*

-----  
\* Dezenove grupos diferentes participaram de um longo leilão, no qual o preço vencedor ficou 26,6% acima do preço mínimo. A empresa foi vendida ao grupo Cataguazes-Leopoldina. É interessante notar que não foi uma operação de bolsa. Foi 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 "Nova América: um exemplo de operação bem sucedida", Boletim ABAMEC (Associação Brasileira de Analistas de Mercado de Capitais), No 6, Agosto, 1987.

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.<sup>69</sup>

No primeiro caso de privatização concluída em 1988, um leilão foi novamente adotado para vender o controle acionário da SIBRA -- Eletrosiderúrgica Brasileira S.A., uma produtora de ligas de manganês. O leilão envolveu onze 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 Ferros Ligas que fez uma oferta de aproximadamente 29 milhões de dólares pelas ações. Somente 20% do valor foi pago à vista. Os outros 80% foram 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%.<sup>70</sup>

-----  
<sup>69</sup> Ver "Piratininga passa ao controle da Portland", Boletim ABAMEC (Associação Brasileira de Analistas de Mercado de Capitais), No 6, Agosto, 1987.

<sup>70</sup> O BNDES estima ter investido 35 milhões de dólares na companhia e pretendia recuperar a diferença vendendo o restante das ações no futuro.

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.<sup>10</sup> Essa transferência permitiu ao vencedor do leilão aumentar sua participação no mercado de ligas de manganês para 85%. E o fato de ter havido dez outros participantes no leilão, não fez qualquer diferença.<sup>11</sup> 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.<sup>12</sup>

-----  
<sup>10</sup> "[...] 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.

<sup>11</sup> Ver "Sibra é da Ferro Ligas" e "Paulista de Ferro Ligas assume o controle acionário da Sibra", Gazeta Mercantil, 12 de abril, 1988.

<sup>12</sup> Em certos casos extremos ficou difícil ignorar totalmente a eficiência econômica. Existe alguma evidência, por exemplo, de preocupação dentro do Conselho de Privatização a respeito do poder de monopólio que poderia vir a ser explorado após a privatização da Caraíba 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.<sup>13</sup> 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, reescalonamento de dívidas, e até mesmo desmembramento da empresa. Pode também envolver, 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. No caso da proposta ser aprovada, e da empresa já ser 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

-----  
<sup>13</sup> Ver Moreira [1987] para uma descrição mais detalhada dos procedimentos.

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 que são 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 1 bilhão de dólares em 1988, embora se esperasse que apenas uma fração deste valor viesse a ser recebida à vista.<sup>14</sup> A lista inclui três

-----  
<sup>14</sup> Ver "BNDES prepara privatização ou desativação de oito empresas", Gazeta Mercantil, 27 de janeiro, 1988.

empresas da indústria de papel e celulose: Aracruz Celulose, CELPAG - Companhia Gutapar de Papel e Celulose e CCB - Companhia Celulose da Bahia. Inclui também USIMEC - Usiminas Mecânica, uma produtora de bens de capital, COSINOR - Companhia Siderúrgica do Nordeste, uma empresa siderúrgica relativamente pequena, e duas empresas de mineração e metalurgia de cobre, CBC - Companhia Brasileira de Cobre e Caraíba Metais. Há grandes diferenças entre estes vários casos de privatização, não são quanto à escala das diversas operações de venda, mas também quanto ao grau de dificuldade envolvido nos vários casos. USIMEC, CBC e Caraíba foram considerados os casos mais difíceis. Caraíba Metais foi dividida em duas companhias, Caraíba Mineração e Caraíba Metalúrgica, separando-se a atividade de mineração da de metalurgia. Somente a usina metalúrgica pde 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 3/4 foram exportadas 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.<sup>15</sup> A Aracruz foi viabilizada através de uma

-----  
<sup>15</sup> A alta lucratividade da empresa advm 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, 1988.

associação entre o Estado e investidores privados, nacionais e estrangeiros. Um acordo de acionistas colocou a empresa sob o controle do BNDES em 1975. O BNDES 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 coalizão de acionistas privados brasileiros assumir finalmente o controle da Aracruz, deixando o BNDES como acionista minoritário.<sup>16</sup> Esperava-se que o valor da operação alcançasse 120 milhões de dólares, dos quais 30% a serem pagos à vista. O restante poderia ser financiado pelo BNDES em 8 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.<sup>17</sup> O vencedor foi o Grupo

-----  
<sup>16</sup> 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", em Gazeta Mercantil, 4 de maio, 1988.

<sup>17</sup> Ver "BNDES pode conseguir 120 milhões de dólares com a Aracruz", Jornal do Brasil, 17 de abril, 1988.

Safra que ofereceu 133,7 milhões de dólares pelas ações à venda. É interessante notar que o comprador decidiu aceitar o financiamento do BNDES para apenas metade do valor da operação, apesar do banco ter se oferecido para financiar até 70%. O Grupo Safra achou que poderia usar fundos alternativos mais baratos para financiar o restante.<sup>16</sup>

Uma outra operação de privatização concluída em 1988 envolveu a CELPAG -- Companhia Guataparará de Celulose e Papel, 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 72,7 milhões de dólares. 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.<sup>17</sup>

-----  
<sup>16</sup> Ver "Safra vence leilão" e "Grupo Safra arremata ações da Aracruz por CZ\$ 18,7 milhões", em Gazeta Mercantil, 4 de maio, 1988. Ver também "9 milhões do BNDES para o Grupo Safra", em Gazeta Mercantil, 10 de maio, 1988.

<sup>17</sup> Ver "Celpag vendida ao Grupo Votorantim" e "Votorantim vence leilão e paga 72,7 milhões de dólares pela Celpag", em Gazeta Mercantil, 10 de maio, 1988.

## 2. A Nova Proposta de Privatização

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.<sup>20</sup> 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.<sup>21</sup>

-----  
<sup>20</sup> 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", 3 de janeiro, 1988.

<sup>21</sup> Formalmente, a ação permitiria ao Estado ter a palavra final sobre: [i] mudanças nos objetivos sociais da empresa; [ii] política de preços; [iii] política de investimento; [iv] decisões a respeito de fusões, aquisições e desmembramento da empresa; [v] demissões de diretores e membros do conselho fiscal; e [vi] 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.

Conseguir que a lei seja aprovada pelo Congresso pode vir a ser uma tarefa árdua. Em resultado das primeiras reações, em meados de abril de 1988 o governo foi obrigado a enviar ao Congresso uma versão diferente da lei, na qual se explicitava que a PETROBRÁS -- exclusive suas subsidiárias -- não seria afetada pela nova legislação.<sup>22</sup> 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 se tornar a base legal de uma troca compulsória. O governo foi forçado a imediatamente esclarecer a questão, garantindo que uma medida desta natureza não havia sido nem mesmo considerada.

-----  
<sup>22</sup> A versão completa pode ser encontrada em "Nova versão do projeto inclui explicitamente monopólio do petróleo", Gazeta Mercantil, 14 de abril, 1988.

Alguns segmentos da sociedade brasileira deverão se opor 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.<sup>23</sup> O poder de obstrução dos administradores no processo de privatização tem sido notada 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 nas quais 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 uma maior probabilidade de demissão no futuro. COSINOR - Companhia Siderúrgica do Nordeste, 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

-----  
<sup>23</sup> Isto aconteceu, por exemplo, nos casos da Máquinas Piratininga do Nordeste e da Nova América.

apoio à privatização, tanto por parte dos empregados quanto dos administradores, ou pelo menos reduzir sua a resistência, permitindo, por exemplo, que comprem com desconto parte das ações.<sup>24</sup> É necessário enfatizar que ainda que todos os empregados fossem capazes de comprar as ações ofertadas, isto significaria, em geral, doar ativos públicos à elite da classe trabalhadora, algo dificilmente justificável por considerações de equidade distributiva. Menos justificável ainda, quando se considera que basicamente apenas a camada mais alta dos trabalhadores 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 isso certamente contribui para impedir que haja um compromisso mais efetivo com o avanço da privatização

-----  
<sup>24</sup> Isto foi feito nos casos da SIBRA e da ARACRUZ. Em ambos, 5% das ações foram reservadas para venda aos funcionários.

A experiência recente mostra que até mesmo avanços marginais podem ser muito difíceis. Até agora, o esforço da privatização se concentrou em antigas empresas privadas que tinham caído sob 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 frequentemente sérias dificuldades políticas.<sup>25</sup> As dificuldades políticas devem se tornar mais sérias quando esta fase de re-privatização, a mais fácil, acabar.

-----  
<sup>25</sup> 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 Metais, 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.

### 3. 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 no caso da Espanha, contribuiu para suavizar a oposição à privatização por parte de certos segmentos importantes da sociedade brasileira, na medida em que tornou muito mais difícil simplesmente rotular qualquer proposta de privatização como um programa de 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 é pouco generalizada a compreensão de que é a interação entre a propriedade privada e a concorrência que leva à eficiência. Há uma convicção muito difundida de que a fonte da ineficiência é simplesmente a propriedade pública. 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.<sup>24</sup>

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.

-----  
<sup>24</sup> Para uma análise cuidadosa deste ponto ver Kay e Thompson [1986] e a Yarrow [1986].

Para se avaliar qual a postura fiscal do governo -- ou seja, para se verificar se o governo está conduzindo uma política fiscal expansionista ou contracionista -- 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.<sup>27</sup> 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.

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 responsávelmente 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.

-----  
<sup>27</sup> Ver, por exemplo, Buiter [1983 e 1985] e Hemming e Mansoor [1988] e Mansoor [1988].

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.<sup>22</sup>

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

-----  
<sup>22</sup> Ver novamente Buiter [1983 e 1985] e também Boskin [1982], Eisner [1984] e Eisner e Pieper [1984]. Em Werneck [1986a] há uma análise deste ponto com relação à política de estabilização do início dos anos oitenta.

pelo setor público. E 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 patrimônio líquido do governo, ainda que provavelmente menor do que o valor da venda.<sup>89</sup> 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.

---

<sup>89</sup> 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."

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. Algo bastante distinto do que os defensores mais corentes da conexão entre privatização e eficiência econômica têm em mente.<sup>30</sup>

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 frequentemente, 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

-----  
<sup>30</sup> Este ponto foi bem frisado por Yarrow [1986]. Pode ser um ponto importante no contexto brasileiro. Ver, por exemplo, as declarações do Sr. 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.

transferência da empresa ao setor privado. Isto 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.

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". Argui-se com frequência 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 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 <sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup>

Ver novamente Buiter [1983 e 1985].

#### 4. 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 anexa.

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 faz, o balanço consolidado do setor público como um todo -- e não apenas do governo. Tal balanço incluiria explicitamente tais ativos, além de incluir 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 fixos -- 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

## Balancos Patrimoniais Consolidados

1. Balanço Patrimonial Consolidado do Governo  
(exclusive empresas estatais)

ATIVO	PASSIVO
Ações de empresas estatais detidas pelo governo	Dívida interna líquida do governo (exclui div. das estatais)
	Dívida externa líquida do governo (exclui div. das estatais)
Outros ativos do governo	Patrimônio líquido do governo

## 2. Balanço Patrimonial Consolidado do Setor Privado

ATIVO	PASSIVO
Ações de empresas estatais detidas pelo setor privado	Dívida externa líquida do setor privado
Dívida interna líquida do setor público	
Outros ativos do setor privado	Patrimônio líquido do setor privado

## 3. Balanço Patrimonial Consolidado de Não-Residentes

ATIVO	PASSIVO
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

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.<sup>32</sup> A venda destas ações e o uso da receita obtida para resgate, seja da dívida interna do governo seja da sua dívida externa, mudaria a composição e reduziria 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 que recentemente operava com uma taxa anual esperada de inflação acima de 1000%, há dificuldades específicas de se induzir uma mudança significativa deste tipo no ativo consolidado do setor privado

-----  
<sup>32</sup> 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.

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 altamente 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 se reduz 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 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 vem enfrentando a economia brasileira constituem um fator de limitação ao avanço do processo de privatização no país.

## 5. 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.<sup>93</sup> A dívida líquida interna do governo -- que exclui a dívida das empresas estatais -- corresponde a aproximadamente 14% do PIB. Já a sua dívida externa líquida -- que também exclui a das empresas estatais -- atinge cerca de 16% do PIB.<sup>94</sup> Por outro lado, o valor contábil do patrimônio líquido consolidado das estatais federais não-financeiras pode ser estimado em torno de 13% do PIB.<sup>95</sup> Na hipótese de não haver

-----  
<sup>93</sup> 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.

<sup>94</sup> Dados usados em Werneck [1987d].

<sup>95</sup> De acordo com dados anuais computados pela Secretaria de Controle das Empresas Estatais, SEST.

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, parece ser esta a evidência para a maioria das empresas estatais federais com ações negociadas em bolsa.<sup>94</sup> 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. Apesar da SEST publicar 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 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,

-----  
<sup>94</sup> O valor total de mercado dos 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 se reduz a 25% caso se considere apenas empresas públicas não-financeiras. Ver Bolsa, N. 831, maio 1988.

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. Poderia também ser aumentada em cenários de transferência 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 apresentada acima, 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 se tornou 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 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 14 bilhões de dólares 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 2 bilhões de dólares, sendo o valor das ações destas empresas detidas pelo setor público correspondente a apenas parte desta cifra.<sup>37</sup>

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 nenhuma 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 deste setor. Isto poderia ser erroneamente

-----  
<sup>37</sup> Apesar das 65 estatais representarem 28% do número total de empresas estatais não-financeiras, seus ativos consolidados representavam apenas 5% do total de ativos dessas empresas. Ver Moreira [1987].

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".<sup>20</sup>

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 realisticamente 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

-----  
<sup>20</sup> 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.

possibilidade de se financiar por 8 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 1,5 bilhões de dólares, irão requerer num único ano transferências de ativos ao setor privado acima de 5 bilhões de dólares, 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 2 bilhões de dólares. Nesse caso, a receita líquida de 600 milhões de dólares corresponderia a menos de 0,2% do PIB. E mesmo que o governo conseguisse vender ativos no valor de 4 bilhões de dólares em 1989, isto significaria receita líquida de 1,2 bilhões de dólares, ou seja, menos de 0,4% do PIB.<sup>39</sup>

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, otimisticamente, que ainda seria possível vender 4 bilhões de dólares de ativos públicos se o pagamento a 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.

-----  
<sup>39</sup> Ver "Desestatização vai gerar 2 bilhões de dólares neste ano", Jornal do Brasil, 6 de agosto, 1988.

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 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 7 bilhões de dólares 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 reenfatizar que a redução na necessidade de financiamento do setor público obtida através da simples venda de ativos constitui um ajuste fiscal ilusório. Não é a forma adequada de se levar a 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.

## 6. Privatização e Retomada do Crescimento Econômico

Na seção 2, acima, 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 Brasil conseguiu manter uma taxa média de crescimento anual acima de 7%, mas no período 1981-87 esta taxa caiu para 2,9%, apenas. 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.<sup>40</sup> Mas o Brasil não será capaz

---

<sup>40</sup> Ver Bacha e Werneck [1988] para uma breve discussão acerca da necessidade urgente de uma drástica reforma no setor público no Brasil.

de manter novamente altas taxas de crescimento sem um considerável aumento da taxa agregada de investimento. Torna-se fundamental perguntar-se 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.

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]. Ele acredita que o desenvolvimento dos serviços de utilidade pública deverá liderar a próxima fase de crescimento econômico no Brasil. E argumenta que o esforço de investimento requerido em um segmento tão capital intensivo deverá exigir uma maior participação do setor privado. 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 consequência, 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 isso

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 adviriam 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.<sup>41</sup>

-----  
<sup>41</sup> Para maiores detalhes sobre o argumento, ver Rangel [1987]. Alguns problemas relativos ao argumento de Rangel serão analisados a seguir. Mas independente de quão convincente 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. Apesar dessas idéias não terem 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 cinquenta e início dos anos sessenta. 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.

Deve ser mencionado que a idéia de que o endividamento do setor público está dificultando o investimento necessário em setores chaves 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 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 abaixo será arguido que pode haver um problema de consistência macroeconômica com esta percepção da questão. Contudo, no caso dos setores isolados, em particular de setores 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.<sup>42</sup>

-----  
<sup>42</sup> Para um caso recente, inequívoco e contundente, ver "Privatização garantirá expansão da Petroquímica União, diz Presidente", Gazeta Mercantil, 1 de março de 1988.

O que Rangel e outros têm argumentado é que 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 capital-intensivas 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 a ele 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 setenta, 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 setenta e início dos oitenta.<sup>49</sup> Vários fatores

-----  
<sup>49</sup> Ver Werneck [1986b] e Werneck [1987b].

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 setenta, 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 simulações baseadas em dois modelos simples de consistência. Essas simulações delineam 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 se tornar 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 atenção para o fato de que restrições de financiamento do investimento devem impor dificuldades ao avanço da privatização, particularmente nos setores de capital-intensivos, 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 esses setores deverá envolver um esforço de investimento bastante 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 capital-intensivos, 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 em larga escala para as empresas privadas dos 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.<sup>44</sup>

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 setenta, sob o governo militar. Mas considerações óbvias de equidade distributiva tendem a torná-las mais difíceis nas circunstâncias políticas atuais. Mas 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.<sup>45</sup>

-----  
<sup>44</sup> Tais dificuldades foram enfrentadas durante os anos setenta em vários setores. Muito frequentemente recorreu-se à simples doação de fundos públicos ou as firmas caíram sob o controle do Estado. Ver Werneck [1987b].

<sup>45</sup> Ver, por exemplo, 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, o governo 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.<sup>46</sup> 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 foi apresentado como a 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.<sup>47</sup> Um outro problema com o "modelo de pulverização do capital" é que fornece aos administradores abrigos muito efetivos contra take-overs, o que certamente criticável do ponto de vista de eficiência.<sup>48</sup>

-----  
<sup>46</sup> A base legal para a adoção dessa alternativa seria provida pela legislação recentemente submetida ao Congresso, descrita acima.

<sup>47</sup> Doações para cem mil pessoas não são mais justificáveis do que para cinco ou até mesmo uma. Como foi apontado por Brittan: "[...] 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 se referindo 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. Ver Brittan [1986].

<sup>48</sup> Este último ponto foi lucidamente trazido ao debate sobre privatização no país por Paulo Aragão, um advogado de empresas.

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.<sup>49</sup> 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 uma forma consistente de se atenuar simultaneamente problemas de endividamento tanto a nível da

-----  
<sup>49</sup> Para uma análise detalhada recente dos vários esquemas de redução da dívida, da perspectiva da economia brasileira, ver Carneiro e Werneck [1989].

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 é no âmbito do setor público que se encontram 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.<sup>50</sup> A tabela 4 apresenta os indicadores 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 setores 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

-----  
<sup>50</sup> Ver, por exemplo, os resultados de pesquisas anuais computados pela Fundação Getúlio Vargas, publicadas em edições especiais de Conjuntura Econômica.

TABELA 4

## ENDIVIDAMENTO EXTERNO DAS EMPRESAS PUBLICAS FEDERAIS POR SETOR

1985

SETORES	%	SETORES	%
Silvicultura e Extracao Florestal		Energia Nuclear	
divida total/ativo total	21,60	divida total/ativo total	100,80
divida externa/ativo total	9,91	divida externa/ativo total	80,58
divida externa/divida total	45,91	divida externa/divida total	79,40
divida externa total/divida liquida	12,63	divida externa total/divida liquida	(5442,13)
Extracao e Beneficiamento de Minerais Metalicos		Abastecimento e Armazenagem	
divida total/ativo total	50,40	divida total/ativo total	59,00
divida externa/ativo total	29,64	divida externa/ativo total	10,65
divida externa/divida total	58,71	divida externa/divida total	17,53
divida externa total/divida liquida	59,86	divida externa total/divida liquida	27,14
Extracao e Beneficiamento de Minerais Nao Metalicos		Comercio	
divida total/ativo total	51,90	divida total/ativo total	56,80
divida externa/ativo total	22,67	divida externa/ativo total	9,35
divida externa/divida total	43,69	divida externa/divida total	16,41
divida externa total/divida liquida	47,13	divida externa total/divida liquida	21,74
Industria Mecanica		Transportes	
divida total/ativo total	84,90	divida total/ativo total	39,30
divida externa/ativo total	9,54	divida externa/ativo total	19,78
divida externa/divida total	11,16	divida externa/divida total	49,72
divida externa total/divida liquida	65,61	divida externa total/divida liquida	32,85
Industria Metalurgica e Siderurgica		Comunicacoes	
divida total/ativo total	85,40	divida total/ativo total	26,80
divida externa/ativo total	37,80	divida externa/ativo total	16,99
divida externa/divida total	44,26	divida externa/divida total	63,40
divida externa total/divida liquida	298,01	divida externa total/divida liquida	28,22
Industria Quimica		Outras Atividades	
divida total/ativo total	26,80	divida total/ativo total	72,40
divida externa/ativo total	12,68	divida externa/ativo total	15,44
divida externa/divida total	43,42	divida externa/divida total	21,09
divida externa total/divida liquida	17,90	divida externa total/divida liquida	57,60
Outras Industrias de Transformacao		Empresas em Implantacao	
divida total/ativo total	63,80	divida total/ativo total	66,90
divida externa/ativo total	32,16	divida externa/ativo total	38,23
divida externa/divida total	50,75	divida externa/divida total	57,12
divida externa total/divida liquida	87,79	divida externa total/divida liquida	115,57
Energia Hidroeletrica		Total Agregado	
divida total/ativo total	74,70	divida total/ativo total	63,90
divida externa/ativo total	38,09	divida externa/ativo total	33,15
divida externa/divida total	51,02	divida externa/divida total	51,86
divida externa total/divida liquida	207,53	divida externa total/divida liquida	104,09

FONTE: Elaborado a partir de dados extraidos de SEPLAN/SEST, Perfil das Empresas Estatais, vol.1, 1986.

dívida. De acordo com a mesma tabela, a relação global dívida externa/patrimônio líquido é maior que 100%, e alcança 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.<sup>51</sup>

Aproximadamente 2/3 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 24 bilhões do total de 36,1 bilhões de dólares 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.

Parte desta dívida consiste de empréstimos concedidos por agências estrangeiras multilaterais e governamentais.<sup>52</sup> Mas uma grande parte consiste de empréstimos de bancos privados. Em

-----  
<sup>51</sup> Deve-se notar que a taxa de endividamento da SIDERBRAS é de 89%, um fato disfarçado na tabela anterior pela inclusão do grupo no setor metalúrgico, junto a outras empresas menos endividadas.

<sup>52</sup> Mais de 1/4 do total da dívida externa brasileira foi concedida por tais agências.

TABELA 5  
 ENDIVIDAMENTO EXTERNO DAS EMPRESAS PUBLICAS FEDERAIS  
 CINCO MAIORES GRUPOS  
 1985

---

<b>Petrobras</b>	
divida total/ativo total	54,2
divida externa/ativo total	22,8
divida externa/divida total	40,2
divida externa total/divida liquida	52,5
<b>CVRD</b>	
divida total/ativo total	51,9
divida externa/ativo total	27,3
divida externa/divida total	52,3
divida externa total/divida liquida	57,2
<b>Telebras</b>	
divida total/ativo total	27,0
divida externa/ativo total	17,5
divida externa/divida total	43,2
divida externa total/divida liquida	29,3
<b>Siderbras</b>	
divida total/ativo total	89,3
divida externa/ativo total	45,9
divida externa/divida total	50,4
divida externa total/divida liquida	511,9
<b>Eletrobras</b>	
divida total/ativo total	75,7
divida externa/ativo total	40,1
divida externa/divida total	52,4
divida externa total/divida liquida	170,3

---

FONTE: Elaborado a partir de dados extraídos de SEPLAN/SEST, Perfil das Empresas Estatais, vol.1, 1986.

TABELA 6

## DISTRIBUICAO DA DIVIDA EXTERNA DAS EMPRESAS PUBLICAS FEDERAIS POR SETORES

1985

SETORES	Z	Valor em US\$ Milhoes
Silvicultura e Extracao Vegetal	0,05	17,4
Extracao e Beneficiamento de Minerais Metalicos	4,54	1640,0
Extracao e Beneficiamento de Minerais Nao Metal	7,34	2652,7
Industria Mecanica	0,10	36,1
Industria Metalurgica e Siderurgica	25,11	9075,6
Industria Quimica	1,07	385,7
Outras Industrias de Transformacao	0,53	189,8
Energia Hidroeletrica	41,58	15028,1
Energia Nuclear	6,92	2502,1
Distribuicao e Armazenagem	0,13	46,1
Comercio	0,44	158,6
Transportes	6,79	2453,9
Comunicacoes	3,35	1210,2
Outras Atividades	0,55	200,5
Empresas em Implantacao	1,50	541,6
<b>Total Agregado</b>	<b>100,00</b>	<b>36138,2</b>

FORTE: Elaborado a partir de dados extraidos de SEPLAN/SEST, Perfil das Empresas Estatais, vol.1, 1986.

TABELA 7  
 DISTRIBUICAO DO TOTAL DE DEBITOS EXTERNOS DAS EMPRESAS PUBLICAS FEDERAIS POR SETORES  
 1985

SETORES	%	Valor em US\$ milhoes
Petrobras	8,14	2942,6
CVRD	4,21	1522,0
Telebras	3,34	1207,2
Siderbras	21,28	7690,9
Eletronbras	32,36	11694,1
Outras empresas e grupos	30,66	11081,5
Total Agregado	100,00	36138,2

FONTE: Elaborado a partir de dados extraidos de SEPLAN/SEST, Perfil das Empresas Estatais, vol.1, 1986.

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. Isto 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 longe de ter sido uma experiência de 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, do outro.<sup>59</sup> 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

-----  
<sup>59</sup> Para uma excelente discussão a respeito dessa experiência passada em um setor particularmente sensível, ver Tendler [1968].

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 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 transferência 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.

#### Referências

- Bacha, E. e R. L. F. Werneck [1988]. "Reforma do Setor Público: O Primeiro Desafio", em Estratégias de Desenvolvimento: Alternativas para o Brasil, Relatório Interno N.º 8, INPES/IPEA, Rio de Janeiro.
- Boskin, M. J. [1982]. "Federal Government Deficits: Some Myths and Realities", American Economic Review, maio.
- Brittan, S. [1986]. "Privatization: A Comment on Kay and Thompson", Economic Journal, Vol. 96, março.

- Brasil. Secretaria de Planejamento da Presidência da República. Conselho Interministerial de Privatização [1988]. "Relatório de Atividades Desenvolvidas pelo Conselho Inter-Ministerial de Privatização, Exercício de 1987". Brasília, mimeo.
- Buiter, W. H. [1983]. "Measurement of Public Sector Deficit and its Implication for Policy Evaluation and Design", Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 30, junho.
- Buiter, W. H. [1985]. "A Guide to Public Sector Debt and Deficits", Economic Policy, No 1, novembro.
- Carneiro, D. D. e R. L. F. Werneck [1989]. "Managing Brazil's External Debt: The Contribution of Debt Reduction Schemes", janeiro, mimeo.
- Eisner, R. [1984]. "Which Government Deficits: Some Issues of Measurement and their Implications", American Economic Review, maio.
- Eisner, R. e Pieper, P.J. [1984]. "A New View of the Federal Debt and Budget Deficits", American Economic Review, março.
- Hemming, R. e A. M. Mansoor. [1988]. "Privatization and Public Enterprises", Occasional Paper No.56, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Kay, J. A. e D. J. Thompson [1986]. "Privatization: A Policy in Search of a Rationale", Economic Journal, Vol. 96, March.
- Mansoor, A.M. [1988]. "The Budgetary Impact of Privatization", em M. I. Blejer e K. Y. Chu, Measurement of Fiscal Impact: Methodological Issues. Occasional Paper 59, International Monetary Fund, Washington, D. C.
- Mendes, J. C. [1987]. "Uma Análise do Programa Brasileiro de Privatização", Conjuntura Econômica, setembro
- Moreira, D. C. [1987]. Programa de Privatização: O Grande Desafio. Brasília. Conselho Interministerial de Privatização. Secretaria de Planejamento da Presidência da República.
- Rangel, I. [1987]. Economia Brasileira Contemporânea. São Paulo. Editora Bernal.
- Tendler, J. [1968]. Electric Power in Brazil: Entrepreneurship in the Public Sector. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Werneck, R. L. F. [1986a]. "A Questão do Controle da Necessidade de Financiamento das Empresas Estatais e o Orçamento de Dispendios Globais da SEST", Pesquisa e Planejamento Econômico, Vol. 16, No 2, agosto. Incluído também em Werneck [1987c].

Werneck, R. L. F. [1986b]. "Poupança Estatal, Dívida Externa e Crise Financeira do Setor Público", Pesquisa e Planejamento Econômico, Vol. 16, No 3, December. Incluído também em Werneck [1987c].

Werneck, R. L. F. [1987a]. "Retomada do Crescimento e Esforço de Poupança", Pesquisa e Planejamento Econômico, Vol. 17, abril.

Werneck [1987b]. "Public Sector Adjustment to External Shocks and Domestic Pressures in Brazil, 1970-85", Texto para Discussão No 163, Departamento de Economia, PUC-RJ.

Werneck, R. L. F. [1987c]. Empresas Estatais e Política Macroeconômica. Rio de Janeiro: Editora Campus.

Werneck, R. L. F. [1987d]. "Um Modelo de Simulação para Análise do Financiamento do Setor Público", Texto para Discussão No 175, Departamento de Economia, PUC-RJ.

Yarrow, G. [1986]. "Privatization in Theory and Practice", Economic Policy, No.2, abril.

170. Bacha, E.L.; "Project Analysis and Income Distribution: Notes on the IDB/OECD Conference".
171. Modiano, E.M.; "Plano Cruzado: a Primeira Tentativa".
172. Feinberg, R.E. e E.L. Bacha; "When Supply and Demand don't Intersect: Latin America and the Bretton Woods Institutions in the 1980s".
173. Modiano, E.M.; "O PIB em 1987: Expansão, Recessão ou Estagnação?".
174. Bacha, E.L.; "Escaping Confrontation: Latin America's Debt in the Late Eighties".
175. Werneck, R.L.F.; "Um Modelo de Simulação para Análise do Financiamento do Setor Público".
176. Amadeo, E.J.; "Controversies over the Equilibrium Position in Keynes's General Theory".
177. Amadeo, E.J.; "Teoria e Método nos Primórdios da Macroeconomia [IV]: Hicks e o Difícil Compromisso entre Tempo e Equilíbrio".
178. Franco, G.H.B.; "Direct Investment in Brazil: Its Role in Adjustment and Emerging Issues".
179. Carneiro, D.D.; "Heterodoxia e Política Monetária".
180. Modiano, E.M.; "Repases Mensais X Reajustes Trimestrais".
181. Bacha, E.L.; "Moeda, Inércia e Conflito: Reflexões sobre Políticas de Estabilização no Brasil".
182. Corrêa do Lago, L.A.; "Economic Relations of Brazil and the European Economic Community in the Post-War Period: a Historical Perspective and the Present Situation".
183. Modiano, E.M.; "Novo Cruzado e Velhos Conflitos: o Programa Brasileiro de Estabilização de 12 de Junho de 1987".
184. Franco, G.H.B.; "Assimetrias Sistêmicas sob o Padrão Ouro".
185. Fritsch, W. e G.H. Franco; "Investimento Direto: Teoria e Evidência Empírica".
186. Moraes, P.B. e L. Serven; "Currency Substitution and Political Risk: México 1978-82".
187. Abreu, M.P. e W. Fritsch; "Obstacles to Brazilian Export Growth and the Present Multilateral Trade Negotiations".
188. Abreu, M.P. e W. Fritsch; "New Themes and Agriculture in the New Round: A View from the South".
189. Abreu, M.P. e W. Fritsch; "Market Access for Manufactured Exports from Developing Countries: Trends and Prospects".

190. Modiano, E.M.; "The Two Cruzados: The Brazilian Stabilization Programs of February 1986 & June 1987".
191. Abreu, M. de P.; "Indicadores Sociais Revisitados: Paradigmas Internacionais e Brasileiros".
192. Abreu, M. de P.; "British Investment in Brazil: The Relevant Century, 1850-1950".
193. Abreu, M. de P.; "Brazil as a Creditor: Sterling Balances, 1940-1952".
194. Abreu, M. de P.; "On the Memory of Bankers: Brazilian Foreign Debt, 1824-1943".
195. Fritsch, W. e G.H.B. Franco; "Investimento Direto: Tendências Globais e Perspectivas para o Brasil".
196. Werneck, R.L.F.; "Uma Contribuição à Redefinição dos Objetivos e das Formas de Controle das Empresas Estatais no Brasil".
197. Bacha, E.L.; "Capturing the Discount: Towards a Debt Facility at the Bank and the Fund".
198. Bacha, E.L.; "Latin America's Debt Crisis and Structural Adjustment: The Role of the World Bank".
199. Bacha, E.L.; "Latin America's Economic Stagnation: Domestic and External Factors".
200. Moraes, P.B.; "A Condução da Política Monetária durante o Plano Cruzado".
201. Franco, G.H.B.; "O Balanço de Pagamentos do Brasil: 1870-1896: Novas Estimativas".
202. Carneiro, D.D. e R.L.F. Werneck; "External Debt, Economic Growth and Fiscal Adjustment".
203. Fritsch, W. e G.H.B. Franco; "Brazilian External Adjustment in the 1990s: The Role of Foreign Direct Investment".
204. Moraes, P.B.; "Inflação e o Número de Intermediários Financeiros".
205. Franco, G.H.B. e E.J. Amadeo; "'Finance', Poupança e Investimento: Nem Keynes nem Robertson".
206. Fritsch, W. e G.H.B. Franco; "Foreign Direct Investment and Patterns of Industrialization and Trade in Developing Countries: Notes with Reference to the Brazilian Experience".
207. Amadeo, E.J. e A.K. Dutt; "Keynes's Dichotomy and Wage-Rigidity Keynesianism: A Puzzle in Keynesian Thought".
208. Fritsch, W.; "The New Minilateralism and Developing Countries".
209. Resende, A.L., "Da Inflação Crônica à Hiperinflação: Observações Sobre o Quadro Atual".
210. Amadeo, E.J., "Crescimento e Distribuição: um Modelo Estilizado da Riqueza das Nações".

211. Amadeo, E.J., "Equilíbrio Macroeconômico e Modelos Bi-Setoriais".
212. Amadeo, E.J. e Camargo, J.M., "A Structuralist Analysis of Inflation and Stabilization".
213. Amadeo, E.J. e Camargo, J.M., "Market Structure, Relative Prices and Income Distribution".
214. Amadeo, E.J. e Camargo, J.M., "Choque e Concerto".
215. Banuri, T. e Amadeo, E.J. "Worlds Within the Third World: Labour Market Institutions in Asia and Latin America".
216. Amadeo, E.J. e Banuri, T. "Policy, Governance, and the Management of Conflict".
217. Amadeo, E.J. e Camargo, J.M., "Política Salarial e Negociações: Perspectivas para o Futuro".
218. Werneck, R.L.F., "Ajuste Fiscal e Dispendios Não-Financeiros do Setor Público".
219. Fritsch, W. e Franco, G.H.B., "Key Issues on Industrial Promotion: the Current Brazilian Debate".
220. Amadeo, E.J. e Camargo, J.M., "Economic crisis, impact and response: the case of Brazil".
221. Bacha, E.L., "A three-GAP model of foreign transfers and the GDP growth rate in developing countries".
222. Bacha, E.L., "Debt Crisis, Net Transfers, and the GDP Growth Rate of the Developing Countries".