



# A PANDEMIA E A PRIVATIZAÇÃO

COMENTÁRIO MACRO  
NOVEMBRO, 2020



A relevância da agenda de privatizações não está apenas em ser forma de pagar parte da conta da pandemia, mas principalmente por tornar a economia mais eficiente. Em um breve retrospecto histórico, a Vale teve seu valor de mercado aumentado em mais de 10 vezes desde 1997 (em termos reais), enquanto a Eletrobras vale metade do valor que tinha então. Por intermédio de venda de ativos e redução do balanço de bancos públicos, o governo poderia obter receita de até 11% do PIB, eventualmente evitando aumentos de carga tributária. A venda de ativos nunca deve ser vista como a solução do problema fiscal estrutural, mas pode ser importante compensação pontual da deterioração do quadro fiscal, agravado pela pandemia, contribuindo para consolidar, junto com as reformas, a percepção da solvência pública.

A forte elevação da dívida pública no contexto da Covid-19 suscita a necessidade de se buscar alternativas para mitigar esse aumento. A melhor opção é o ajuste fiscal estrutural via diminuição das despesas, superior a medidas que elevassem receitas, dada a nossa já elevada carga tributária. Mas não há por que, nesse contexto, deixar de lado as opções existentes quanto a receitas extraordinárias advindas do lado dos ativos do governo. A venda destes reduz a dívida pontualmente, mas também tivemos, em 2020, um evento excepcional que impulsionou a dívida para cima. E a venda de ativos, via privatização, também tende a elevar a produtividade da economia e o produto potencial, ajudando no ajuste fiscal e na solvência de longo prazo.

Coincidentemente, havíamos defendido em nossa última coluna ser inapropriado pensar em utilizar a política cambial (venda de reservas internacionais) para reduzir a dívida bruta, como acabou sendo proposto pelo Ministro Paulo Guedes na semana passada. Não repetiremos os argumentos aqui. Contudo, é acertado, a nosso ver, a proposta do ministro de acelerar as privatizações como forma de “pagar” parte da conta da pandemia.

O impacto da venda de empresas estatais, ademais, transcende o valor obtido na privatização. Repetimos aqui argumentos da coluna de 06/09/17 (“A privatização da Eletrobras e o almoço”), em que comparamos a trajetória da Vale, privatizada em 1997, e da Eletrobras, cujo processo de privatização foi tentado no governo FHC, mas bloqueado pelo Congresso. Voltemos a ele, pois nos parece o caso mais emblemático atualmente.

Em 2020, apesar da pandemia, o BNDES fez importantes desinvestimentos. Entre eles, vendeu, em duas operações, cerca de 177 milhões de ações da Vale, em valor total de R\$ 10,7 bilhões. Manteve ainda uma posição de cerca de 120 milhões de ações da empresa, agora totalmente desimpedidas pelo término do acordo de acionistas no início de novembro. Quando concluído o desinvestimento da empresa, o banco poderá auferir valor adicional de cerca de R\$ 9 bilhões.

Ainda, BNDES e União devem alienar, no início de 2021, posição em debêntures participativas da Vale, com receita ligada à produção de minério, em valor estimado de R\$ 6 bilhões. No total, poderá obter receita de cerca de R\$ 26 bilhões, correspondendo a 6,1% do capital da empresa detidos no início do ano, além das debêntures. Quando isso ocorrer, teremos tido, por assim dizer, a “segunda” privatização da Vale, com arrecadação duas vezes superior ao auferido em 1997, em valores corrigidos.

Isto porque este valor contrasta com os R\$ 3,3 bilhões (R\$ 12,7 bilhões a preços de hoje, pelo IPCA) que a União arrecadou em 1997 na privatização da então CVRD, relativos a 41,73% do capital votante, que embutiam o prêmio de controle, forma de maximizar o valor da venda. À época, a empresa tinha capitalização de mercado de R\$ 9,9 bilhões (R\$ 38,5 bilhões em valores corrigidos pelo IPCA). Ontem a empresa ultrapassou a marca histórica de valor de mercado de R\$ 400 bilhões, portanto mais de 10 vezes o que era em 1997.

A empresa cresceu, investiu muito, gerou empregos, pagamento de tributos e royalties e se tornou uma das maiores exportadoras do país. Uma história de sucesso, não obstante as duas tragédias humanas (Samarco e Brumadinho), que a empresa agora busca reparar junto à sociedade e ao poder público.

Nos idos de maio de 1997, a Eletrobras, por sua vez, tinha valor de mercado de cerca de R\$ 27,3 bilhões (ou R\$ 105 bilhões em valores corrigidos pelo IPCA), maior do que o da então CVRD.

Hoje, atinge cerca de R\$ 50 bilhões, denotando, no período, uma gigantesca destruição de valor durante os governos do PT, como retratado em nossa coluna de 2017 acima citada, com base em excelente estudo feito então pela gestora 3G Radar. A comparação só não é tão desfavorável dada a valorização da Eletrobras desde a gestão de Wilson Ferreira Jr., com forte ajuste de custos, venda de ativos e redução do endividamento, e dada alguma valorização da ação na expectativa de sua privatização. Desde então, a empresa mais do que dobrou de valor. Mas ainda salta aos olhos como uma empresa que tem 30% dos ativos de geração e 45% dos ativos de transmissão do país tenha valor de mercado tão acanhado frente a suas congêneres privadas. A Engie, antiga Tractebel, constituída inicialmente com ativos de geração que correspondiam a 5% dos ativos da Eletrobras, tem hoje capitalização de mercado de R\$ 35 bilhões, mesmo valor da CPFL, empresa que tem ativos divididos entre geração e distribuição.

O valor da empresa poderá ser expressivamente maior se ela for privatizada, mesmo que não seja vendido o bloco de controle, como feito no passado. Em relatório de 15/10 último, o Bank of America estima ganho de cerca de 70% na ação da empresa. O Banco Itaú, em relatório de 21/01 último, estimou que o valor da empresa possa até dobrar.

O modelo de venda da empresa prevê uma capitalização com perda de controle da União. Com os recursos obtidos, a empresa renovaria o contrato de concessão fora do famigerado “sistema de cotas” introduzido pela MP 579 no governo Dilma. A União manteria uma participação relevante na empresa e até mesmo uma “golden share”, a exemplo do existente na Vale e Embraer. A confirmar as expectativas dos relatórios acima citados, é provável que a parcela que remanescer com a União tenha valor igual ou até superior ao que ela hoje detém. E, como dito no início, a empresa poderá investir mais, gerar mais empregos e pagar mais tributos, beneficiando a sociedade de maneira mais ampla.

Será que a comparação com a Vale não é espúria? Não teria a empresa crescido apenas pelo boom das commodities? Vamos pegar outro exemplo, o da BR Distribuidora. Em 2017, após a modernização da gestão da empresa iniciada no governo Temer, foi feita a oferta inicial de ações (IPO) da empresa, que então valia cerca de R\$ 17 bilhões. Em 2019, a Petrobras fez uma oferta secundária de ações da empresa em que abriu mão de seu controle acionário, com a BR já valendo, naquele momento, cerca de R\$ 26 bilhões. Como resultado da privatização, sua ação atingiu um pico no início de março, chegando a valer, antes da pandemia, R\$ 35 bilhões.

Houve forte queda da venda de combustíveis desde então e queda no valor da empresa. Mas supondo que o valor pré-pandemia seja recuperado, a Petrobras poderia ainda obter R\$ 13 bilhões com a venda dos 37,5% que ainda detém na BR. Esse valor contrastaria com os R\$ 14,6 bilhões que a Petrobras obteve nas duas vendas anteriores, nas quais alienou cerca de 60% das ações da empresa. Ou seja, em um curto espaço de tempo, poderíamos ter uma “segunda” privatização da BR distribuidora, com a venda de um número de ações de cerca de 2/3 das antes alienadas.

Outro ativo relevante do governo é a Pré-Sal Petróleo S.A. (PPSA), responsável pela comercialização do petróleo que cabe à União nos contratos de partilha dos campos de pré-sal já leiloados. Até agora, sua receita foi pouco expressiva, mas há expectativa de forte aceleração na segunda metade da década. Em apresentação feita na semana passada (1), a empresa apresentou estimativas de que a comercialização do óleo a que a União tem direito possa chegar a US\$ 75,3 bilhões até 2030, com a maior parte desse valor (80%) concentrada nos últimos 4 anos. A hipótese de venda antecipada desse fluxo de produção é uma alternativa importante para, a valor presente, reduzir nossa dívida pública, mesmo que a venda seja parcial.

Ainda é importante citar que podemos ter um importante ganho com a venda da carteira remanescente de ações detidas pelo BNDES (R\$ 70 bilhões). Na medida em que a instituição está fortemente capitalizada (índice de Basiléia de 40%), a receita obtida poderia ser transferida para a União via dividendo especial ou até mesmo por redução de capital, reduzindo a dívida bruta. É esperado, ainda, que a instituição, juntamente com demais bancos públicos, pague o valor remanescente dos empréstimos recebidos da União, além da devolução dos chamados IHCD (“instrumentos híbridos de capital e dívida”), notadamente pela Caixa. Temos ainda R\$ 195 bilhões em empréstimos ao BNDES e R\$ 26,5 bilhões em IHCDs, cerca de 3,1% do PIB.

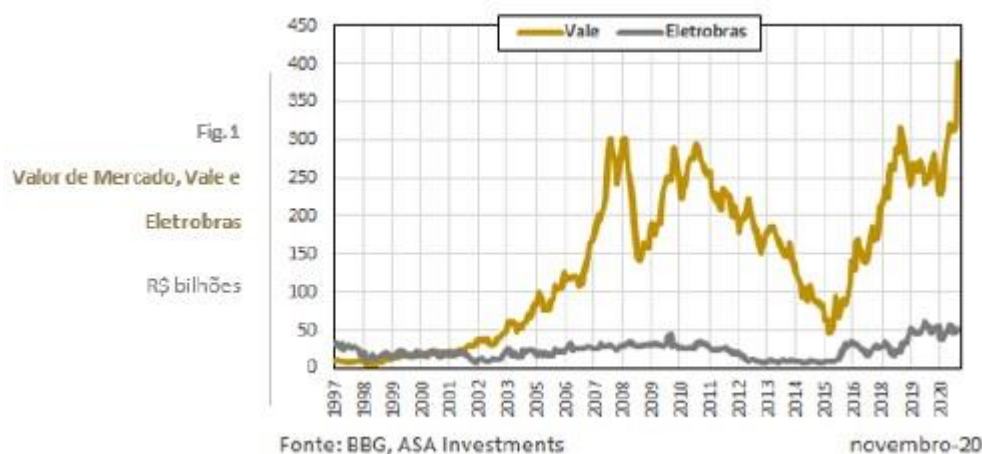
Por fim, seria importante tornar mais célere o processo de fechamento de estatais deficitárias, que custam aos cofres públicos cerca de R\$ 17 bilhões por ano. Este processo, em função de empecilhos legais e burocráticos, está ocorrendo de forma excessivamente lenta, sendo oportuno conseguirmos um “fast track” legal para tanto. Nesse caso, trata-se de gasto primário, e sua redução seria uma forma de reduzir a despesa de forma permanente.

Sabemos das dificuldades legais e políticas de fazermos essas privatizações e vendas de ativos. Mas os principais ativos listados acima são a dívida dos bancos públicos (já em processo de redução) e o petróleo da PPSA (que será vendido de qualquer forma, seja ao longo do tempo ou antecipadamente). Se conseguíssemos monetizar os ativos listados e eliminar as estatais deficitárias até o final de 2022, teríamos uma receita equivalente a 11% do PIB, acarretando, em dez anos, economia de juros estimada em 4,1% do PIB. Seria equivalente a um aumento de tributos de cerca de 1,4% do PIB por dez anos. Se alterássemos o cenário anterior supondo a venda de apenas 50% do petróleo da PPSA e redução pela metade das estatais deficitárias nos próximos dois anos, ainda assim teríamos uma receita equivalente a 7,5% do PIB e economia de juros de 2,9% do PIB, ou um aumento equivalente de imposto de cerca de 1,0% do PIB por dez anos.

Se acrescentássemos essa economia ao nosso cenário base (que contempla apenas a redução da dívida dos bancos públicos e não demais vendas de ativos), alcançaríamos, em 2030, uma dívida bruta de 63,0% do PIB, frente a 69,8% do PIB no nosso cenário base. No cenário com a venda de 100% do petróleo da PPSA e com a eliminação de todas as estatais deficitárias, a dívida bruta alcançaria 58,8% do PIB. Ambos os cenários supõem a manutenção do teto de gastos, mas não o aumento da carga tributária.

Não estão incluídos aqui os ganhos de eficiência que porventura teríamos em privatizar a Eletrobras, com possível desinvestimento posterior da parcela remanescente da União. Ou a privatização dos Correios e Porto de Santos (listadas pelo governo), além de receitas de concessões. Tampouco os ganhos indiretos que podem ser obtidos com a venda de subsidiárias de estatais, como Caixa Seguridade ou o remanescente da BR distribuidora. O relevante aqui não é a listagem exaustiva dos ativos da União e sim entender a ordem de magnitude de tais ativos, que podem ajudar de modo relevante na solvência da dívida.

O importante é que a privatização volte à agenda econômica não apenas como forma de pagar a conta da pandemia, mas para tornar a economia mais eficiente e para elevar seu crescimento potencial. As expressivas receitas a serem obtidas poderão evitar que tenhamos que trilhar o caminho do aumento da carga tributária, desde que, ao mesmo tempo, reformas estruturais do lado do gasto (PEC emergencial, reforma administrativa) e da eficiência econômica (reforma tributária, marcos regulatórios) permitam que o setor público poupe mais e o crescimento econômico seja acelerado. O importante é que a venda de ativos nunca deve ser vista como a solução do problema fiscal estrutural; mas pode ser importante para compensar uma deterioração fiscal pontual (e de grande magnitude), como a que tivemos em 2020, contribuindo para consolidar, junto com as reformas, a percepção da solvência pública.



Em tempo: Querer utilizar o drama atual da população do Amapá como motivo para bloquear a privatização da Eletrobras só pode ser ignorância ou má fé. O Estado possui a única empresa de distribuição de energia estatal na região Norte, em situação patrimonial e operacional calamitosa, só possível de ocorrer em uma empresa estatal. Para os interessados, vale ler a matéria do Broadcast do dia 19/11, “Distribuidora de energia do Amapá atua sem contrato de concessão desde 2015”.

(1) <http://www.presalpetroleo.gov.br/ppsa/conteudo/Eb>



**Carlos Kawall**

Diretor

**Gustavo Ribeiro**

Economista-chefe

**Leonardo Costa**

Economista

Acesse [asainvestments.com](https://asainvestments.com)