



## INSTITUIÇÕES E PRIVATIZAÇÃO: UMA ANÁLISE DO PROGRAMA BRASILEIRO DE DESESTATIZAÇÃO

**Selene de Souza Siqueira**  
Universidade Federal de São Carlos  
[selene@dep.ufscar.br](mailto:selene@dep.ufscar.br)

### RESUMO

O objetivo do artigo é observar como política, economia e fatores institucionais moldam o processo de privatização de um país. Por meio do estudo da literatura sobre o assunto, são sugeridos indicadores que refletem características institucionais que interferem na desestatização da economia. Posteriormente é feita análise de correlação entre estas variáveis para se verificar o grau de interdependência entre elas. Este artigo se concentra no estudo do processo de privatização brasileiro, os resultados encontrados indicam que a decisão de privatizar e a escolha dos métodos de privatização aparecem influenciadas por questões políticas e restrições orçamentárias do Estado, enquanto o sucesso da privatização em termos de receitas e aumento de participação de capital privado requer instituições sustentáveis e mercado de capitais desenvolvido.

**Palavras Chave:** Instituições, privatização, PND

## ABSTRACT

The purpose of this paper is to observe how politics, economy and institutional factors determine the privatization process of a country. Through a literature review on the subject, there are suggested indicators that reflect institutional characteristics that influence the privatization process. An correlation analysis is made between these variables in order to verify their interdependency stats. This paper focus on the Brazilian privatization process, and the results indicate that privating decision and privatization method choices are influenced by political matters and State budget restrictions, while the privatization success in terms of incomes and the elevation of private capital share demands sustainable institutions and developed capital markets.

**Key words:** Institutions, Privatization, Brazilian Privatization Program.

## 1. INTRODUÇÃO

Privatização, a transferência de propriedade e controle de empresas estatais, foi uma das principais tendências da economia mundial. O processo iniciou nos anos setenta com o governo de Thatcher na Grã Bretanha e rapidamente se espalhou pelo mundo. De 1977 a 1997, 1.865 negócios em mais de 100 países equivalentes a aproximadamente US\$750 bilhões foram relatados. No Brasil, entre 1991 e 2000, foram vendidas 130 empresas estatais, resultando em uma receita de US\$100,2 bilhões, incluindo as dívidas transferidas aos novos proprietários.

A onda de desestatização marca um contramovimento na expansão das atividades produtivas do Estado em infra-estrutura, fabricação de insumos básicos etc. Na verdade, a privatização faz parte de um processo mais amplo de mudança institucional de alcance geográfico também abrangente, e nesse sentido ocorre, normalmente, combinada com outras ações como abertura ao exterior, desregulamentação da atividade econômica e, no caso brasileiro, políticas monetárias.

Desde o primeiro choque do petróleo, o foco da política macroeconômica brasileira deslocou-se do

crescimento para estabilização da moeda. Não por acaso, a atitude do Estado com relação às estatais também mudou. As privatizações se tornaram elemento fundamental dos processos de estabilização da moeda. Com o Programa Nacional de Desestatização (PND), o executivo tencionava usar a privatização para reduzir a dívida pública e consolidar planos de estabilização concebidos na década de noventa. Segundo Pinheiro e Giambiagi (1999), apesar de ampliar o alcance da privatização, o PND conservou durante toda década de noventa a mesma base legal e institucional, em grande parte, baseada na década de oitenta. Contudo, tanto as metas subjacentes de privatização, como os argumentos a seu favor e o elo entre privatização e política econômica mudaram com o tempo.

O que se argumenta nesse artigo, é que no Brasil, foram percebidas características institucionais que permitiram a efetivação de um processo de privatização tão extenso e em tão pouco tempo. A construção dos elementos que impulsionaram a privatização ao longo da década de noventa só foi possível pelos acontecimentos da década de oitenta e setenta, de maneira que a transformação do estado, em termos de capacidade de intervenção da economia foi politicamente apoiada nos anos noventa, embora não o fosse em períodos anteriores.

A privatização aconteceu de maneira gradual, acompanhando o desenvolvimento das organizações que comandavam o processo. Consideramos duas organizações principais: O BNDES (juntamente com o PND) e o governo. Os objetivos perseguidos pelo BNDES caracterizaram as privatizações realizadas na década de oitenta e na fase manufatureira, enquanto que as privatizações seguintes só foram possíveis pelo novo posicionamento do governo federal. Um Estado com características institucionais diferentes, e com base institucional reconhecidamente mais confiável que o que se percebia nos períodos anteriores, contando com estabilidade da moeda, abertura da economia e, conseqüentemente, mais investimentos estrangeiros diretos.

O artigo está organizado em sete sessões além desta introdução. A parte dois trata da análise institucional e a inserção da privatização nesse contexto. O tópico três apresenta um breve relato da

privatização brasileira, buscando evidências suas principais características. O quarto tópico quatro apresenta os determinantes das privatizações, com base nesses determinantes, o tópico cinco descreve os indicadores utilizados na análise de correlação que está no tópico seis. Seguem-se a estes uma sessão de análise dos resultados encontrados e uma breve conclusão do artigo.

## 2. PRIVATIZAÇÃO E ANÁLISE INSTITUCIONAL

Assim como o estudo do desenvolvimento econômico é controverso e varia entre os países, o estudo dos processos de privatização também se enquadra nesse contexto. Para este artigo serão contrastadas duas abordagens: análise econômica tradicional (*mainstream*) e a abordagem institucional.

O estudo da diferença das trajetórias de desempenho socioeconômico entre nações e regiões não é novo. Estudo de William Petty de 1690, que segundo Medeiros (2001) pode ser considerada como institucionalista, serve bem de exemplo. O autor apoiou-se em diferentes disciplinas como geografia, história, demografia, dados de contabilidade nacional para compor um arcabouço teórico robusto que fornecesse bases para a comparação do desenvolvimento econômico da Inglaterra, Holanda e da França no século XVII. Seu estudo quantificou elementos que esclarecessem as causas do desempenho econômico. Outras contribuições destinaram-se ao esforço de combinar e quantificar outras disciplinas com elementos institucionais, como as relações de poder entre grupos.

Já o desenvolvimento da ciência econômica é posterior aos avanços de Petty. A teoria econômica dominante (*mainstream*), neoclássica, segue linha teórica fortemente atrelada às formalizações matemáticas e construção de modelos explicativos baseados em poucas variáveis, normalmente de natureza econômica em busca de teorias gerais atemporais. Em contraste, o esforço de compreensão da diferença entre países, empreendido por autores como Petty, se reduz a modelos fechados, separando “a

compreensão da economia e suas articulações com as demais esferas (que não a econômica) ou o seu condicionamento pela estrutura social onde está inserida” Burlamaqui (2001).

Desta maneira, podemos dizer que a economia institucional surge como resposta à insuficiência explicativa do *mainstream* para compreender a realidade (uma análise contextual que considera história e a ação econômica). Essa escola é construída paralelamente ao *mainstream* econômico, assimilando alguns pressupostos e discordando de outros<sup>1</sup>.

Segundo Jacoby apud Scott (1995), a abordagem teórica dos primeiros institucionalistas partiu da contraposição de quatro principais pressupostos neoclássicos, a saber:

- Não-determinismo *versus* determinismo de mercados em concorrência perfeita e do equilíbrio único;
- Determinação endógena das preferências *versus* à exógena: Para os institucionalistas as preferências são formadas por instituições sociais, cuja operação deveria ser assunto da análise econômica;
- Realismo comportamental *versus* suposições simplificadoras: Economistas deveriam se valer de modelos mais pragmáticos e mais realistas psicologicamente em detrimento de suposições utilitaristas;
- Análise sincrônica *versus* a diacrônica, em detrimento de suposições atemporais e descontextualizadas os economistas deveriam estudar como a economia adquiriu suas características e as condições que causaram estas características mudarem ao longo do tempo e do espaço.

---

<sup>1</sup> Importante salientar que as bases da economia institucional podem ser percebidas em autores anteriores ao seu surgimento, por exemplo, nos esforços presentes em Petty com a utilização de disciplinas como a sociologia, a história, e elementos, como as instituições, que são peculiares aos contextos culturais, históricos e sócio-econômicos regionais. Isto é, encarar as diferenças não como desvios da normalidade e sim como elementos explicativos que devem ser contabilizados.

O processo de construção da Economia Institucional apresentou grandes evoluções tendo como objetivo alcançar o status de teoria científica, alcançando um relativo grau de generalidade e desprendendo-se do funcionalismo, presente principalmente na primeira escola. Essas duas linhas teóricas oferecem, assim, um instrumental analítico muito rico nas vertentes da Nova Economia Institucional (NEI) e da Nova Sociologia Econômica.

As teorias de novo institucionalismo, segundo Scott (1995), foram inauguradas por Coase. Enquanto que os economistas se orientam pelos trabalhos de Coase para definir custos de transação e chegar a um equilíbrio ótimo da firma, o “institucionalismo” se vale deste trabalho para focar outras questões também derivadas dos custos de transação: as origens e mudanças das regras do jogo entre as instituições: costumes, leis, política etc.

O novo institucionalismo na ciência política tem dois campos distintos: (i) histórico - instituições influenciadas por aspectos formais e informais em meio a estruturas de equilíbrio que não são estáveis, nem tampouco neutras e, (ii) Racional - comportamento das instituições é definido por escolhas racionais e maximizadoras dos indivíduos.

Estes autores definem instituições como aquilo que constitui estruturas cognitivas, normativas e reguladoras e atividades que proporcionam estabilidade e significado ao comportamento social, instituições são transportadas por vários meios: culturas, estruturas e rotinas e operam por vários meios de jurisdição.

Os autores ressaltam os três pilares básicos das instituições: regulador, normativo e cognitivo. Estes três pilares devem andar em consonância com outras questões. Uma delas é a legitimidade, segundo os autores, sem ela, uma instituição não se estabelece.

Desta maneira, consideramos que a privatização se constitui em um processo institucional, que de certa forma, exige construção histórica para o seu completo estabelecimento, não se restringindo ao estabelecimento de modelos econométricos e maximizadores que indiquem que o processo de

desestatização gere aumento de eficiência dos mercados e do setor público. De acordo com conceitos utilizados por Romano (2001) na abordagem de redes políticas, a privatização também pode ser entendida como uma mudança política, e como tal, exige a conformação entre fatores vinculados: variações econômicas, ideologia de partido governante, evolução do conhecimento, instituições transacionais.

Ou seja, consideramos que a decisão de privatizar não é apenas uma decisão pública em busca de aumento de eficiência matematicamente esperado, mas é resposta a um movimento mais amplo de reformas estruturais que nem sempre se correlaciona diretamente com melhoria dos mercados e das contas públicas num primeiro momento, e aumento do bem estar global como resultado final.

Para alguns cientistas políticos, os vários esforços de privatização que surgiram em todo o mundo nas últimas décadas podem ser agrupados em três categorias: sistêmica, tática e pragmática (ver Schneider (1990) e Feigenbaum, Henig e Hamnett (1999)). As iniciativas do primeiro grupo têm objetivos profundos e amplos e visam reformar as instituições econômicas e políticas, como ocorreu no Chile, na Inglaterra e na Nova Zelândia. Já os casos táticos são aqueles em que a privatização visa objetivos de curto prazo dos atores políticos de cada país, como, por exemplo, partidos políticos e grupos de interesses. A privatização pragmática, por sua vez, tende a sofrer menor influência da ideologia ou da política, sendo apenas uma das várias alternativas em que a burocracia considera adequada para promover os objetivos sociais.

Autores como Manzetti (1993)<sup>2</sup> identificam que a motivação para a privatização pode ser ideológica ou pragmática. A motivação ideológica se relaciona com o alinhamento entre a privatização e o projeto do líder político. Já a motivação pragmática se relaciona mais claramente com o consenso liberal de que a economia de livre mercado é mais eficiente que intervenção estatal e promoção do *welfare-state*. Em resumo, Manzetti diferencia objetivos de cunho político e econômico, sendo que para efetivação de

---

<sup>2</sup> O autor estuda os componentes políticos da privatização em economias em desenvolvimento, enfatizando o caso Argentino.

qualquer uma das motivações é necessário que haja interesse dos líderes políticos e que a construção institucional em torno do assunto seja favorável. Politicamente é necessário suporte para efetivação destas reformas, enquanto que economicamente deve haver apoio do setor empresarial (enquanto investidor) e das lideranças políticas liberais.

Já Feigenbaum e Hening (1994), que conceituam privatização como uma arena de interesses, consideram que o processo de desestatização é essencial para alinhar instituições e processos decisórios. A motivação para efetivar o processo seria o interesse dos grupos em estabelecer seus objetivos em detrimento dos de outros grupos.

Segundo SHAMIS (1993) apud PAULA (1998), a importância da privatização e seu principal objetivo é redefinir o equilíbrio público/privado na economia, bem como o desenho das instituições e organizações estatais. Além disso, a privatização permitiria quebrar coalizões políticas antigas, aumentando a orientação para o mercado das antigas estatais. Sua motivação estaria, portanto, na promoção de maior competitividade e eficiência destas empresas.

### 3. O PROCESSO DE PRIVATIZAÇÃO BRASILEIRO

É difícil afirmar em que categoria a privatização brasileira (tática, ideológica, pragmática ou sistêmica) se encaixa melhor.

Nos últimos vinte anos os resultados apontam receitas totais de cerca de US\$ 83 bilhões e aproximadamente 170 empresas estatais transferidas para o setor privado. É inegável que a privatização mudou substancialmente os cenários político e econômico do país. Particularmente nos anos de 1996 a 1998, quando portos, ferrovias, estradas, telecomunicações e energia elétrica foram transferidos para mãos privadas, o Estado diminuiu substancialmente seu peso sobre a economia, permitindo o estabelecimento de novos *players* nacionais e estrangeiros, com profundas implicações sobre o modo de operação dos mercados de produtos, mão-de-obra e políticos.

Esta realidade faz da privatização brasileira uma das maiores do mundo, segundo Pinheiro (2000), até 1997, as privatizações em todos os países da OECD totalizavam US\$ 153,5 bilhões. No entanto o que impressiona, mais que o tamanho das empresas envolvidas e a receita obtida com a privatização, é a velocidade com que o governo implementou o processo de privatização, de forma que apenas em quatro anos o governo se viu fora da esfera produtiva em setores que por muitos anos antes eram monopólios estatais.

O processo de privatização brasileiro apresentou três fases distintas. A primeira, iniciada na década de 80, constituiu-se num processo de “reprivatização” ou privatização hospitalar, visto que as empresas vendidas nesta etapa, em geral, haviam sido absorvidas pelo governo em virtude de sua situação falimentar. Nesta fase o principal objetivo era o saneamento financeiro da carteira de investimentos do BNDES.

Schneider (1991) argumenta que a motivação primordial para a privatização durante o governo Sarney adveio de funcionários de escalão intermediário, preocupados em racionalizar o Estado desenvolvimentista. Sarney não tinha qualquer compromisso ideológico com a privatização, mas estava disposto a endossá-la na medida em que esses burocratas fossem capazes de convencê-lo de que a crise financeira do Estado era mais premente do que sua agenda política. O setor privado não exerceu grande influência. Os empresários professavam publicamente seu apoio a privatização mas, nos bastidores, aquelas empresas que dependiam de estatais chegaram a fazer lobby para impedir sua venda.

A fase posterior inicia com a instituição do PND e um dos objetivos principais passa a ser contribuir para a modernização do parque industrial do País. Considerada como “fase manufatureira”, neste período foram privatizadas empresas tradicionalmente estatais, privilegiando setores como siderurgia, petroquímica e fertilizantes. O argumento constante nos debates sobre reforma do estado era a preocupação de que o Brasil não perdesse o “bonde da história”, ou seja, se o primeiro mundo está mudando, então o Brasil, caso não mude também poderá perder a oportunidade de se integrar. Segundo Schneider (1991), a reorientação explícita da política externa de Collor de uma posição terceiro-mundista para uma (re)identificação com as democracias industriais, especialmente européias, ajudou a canalizar o fluxo de idéias e de informação. A “caça aos marajás”, marca registrada da campanha de Collor, ilegítimava o Estado, tornando difícil a defesa de seu *status quo*. Contudo a popularização de uma visão negativa do Estado e a maior aceitação do liberalismo não fez da privatização uma palavra do cotidiano.

Após o impeachment, em setembro de 1992, o governo de Itamar Franco deu continuidade do processo de desestatização e apesar da falta de entusiasmo do líder político pelo processo, as privatizações deixaram de ser uma política governamental para se tornar uma reforma com ampla sustentação política.

O processo de privatização passa por sua terceira etapa nos dois governos Fernando Henrique, que dá prosseguimento ao processo anterior, mas dando mais ênfase às concessões de serviços públicos à iniciativa privada e a privatização de monopólios estatais em setores de infra-estrutura (Matos e Oliveira, 1996).

Ao contrário do que se percebeu nas fases anteriores, neste período as motivações estavam mais relacionadas com a política monetária e fiscal do governo, sendo a privatização uma das bases para efetivação do programa de estabilização da moeda. Como não poderia deixar de ser, as mudanças institucionais foram expressivas desde a substituição da Comissão de Privatização pelo Conselho Nacional de Desestatização, estreitando muito mais o vínculo entre administração do processo e governo federal até importantes emendas constitucionais que acabaram com monopólios públicos (ver Pinheiro e Giambiagi (1999)).

A diferença entre objetivos de cada período é percebido nos resultados das vendas, conforme demonstrado na tabela 1. Não apenas pela qualidade de empresas vendidas (e conseqüentemente seu maior valor de mercado), mas também pelos modelos de privatização que puderam ser adotados em cada fase. Como não poderia deixar de ser, a privatização brasileira teve seu desenvolvimento gradual de maneira que experiências bem sucedidas na fase manufatureira serviram como “experiência” para o desenho de formas de venda para empresas posteriormente.

**Tabela 1**  
**Privatização: Receita e Dívidas transferidas 1985-2002**

Período	Receita de venda	Dívidas transferidas	Resultado total (milhões US\$)	Participação %
1985-89			1.169,00	1,10%
1990-94	8.608,00	3.266,00	11.874,00	11,15%
1995-02	78.614,00	14.810,00	93.424,00	87,75%
<b>Total</b>	<b>87.222,00</b>	<b>18.076,00</b>	<b>106.467,00</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: BNDES

Entre 1990 e 1994, o governo federal desestatizou 33 empresas, sendo 18 empresas controladas e 15 participações minoritárias da Petroquisa e Petrofértil. Foram realizados ainda oito leilões de participações minoritárias no âmbito do Decreto nº 1.068. Com essas alienações o governo obteve uma receita de US\$ 8,6 bilhões que, acrescida de US\$ 3,3 bilhões de dívidas que foram transferidas ao setor privado, alcançou o resultado de US\$ 11,9 bilhões.

Os títulos representativos da dívida pública federal<sup>3</sup>, chamados de “moedas de privatização”, foram muito utilizados como meio de pagamento em decorrência da prioridade dada pelo Governo ao ajuste fiscal. Essas “moedas” representaram 81% da receita obtida com as vendas das empresas, no âmbito do PND, no período. Como esperado, nessa fase a participação de capital estrangeiro foi muito pequena.

A partir de 1995, com o início do governo Fernando Henrique Cardoso, foi conferida maior prioridade à privatização. O PND é apontado como um dos principais instrumentos da reforma do Estado, sendo parte integrante do Programa de Governo, e o Conselho Nacional de Desestatização – CND. Iniciou-se uma nova fase da privatização, em que os serviços públicos começam a ser transferidos ao setor privado. Foram incluídos os setores elétrico, financeiro e as concessões das áreas de transporte, rodovias, saneamento, portos e telecomunicações.

Um dos principais objetivos tem sido o de proporcionar uma melhoria na qualidade dos serviços prestados à sociedade brasileira, através de aumento de investimentos a serem realizados pelos novos controladores. No período 1995-2002 constatou-se redução da utilização de “moedas de privatização” e aumento do ingresso de moeda corrente nacional, que passou a representar 95% do total arrecadado nos leilões de privatização. Já a participação de capital estrangeiro foi muito significativa chegando a 53% do total arrecadado.

---

<sup>3</sup> As “moedas” aceitas foram: Dívidas Securitizadas, Debêntures da Siderbrás, Certificados de Privatização, Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento, Títulos da Dívida Agrária e Letras Hipotecárias da Caixa Econômica Federal.

**Tabela 2**  
**Resultado de Vendas por Moeda Utilizada**

Tipo de Moeda	em US\$ milhões			
	De 1990 a 1994		De 1995 a 2002	
	Receita de venda	Participação %	Receita de venda	Participação %
Total de títulos	6.974	81	4.274	5
Dívidas Securitizadas (débitos internos do governo)	2.780	32		
Debêntures Siderbrás	1.352	16		
Certificados de Privatização	1.282	15		
Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento	624	7		
Títulos da Dívida Agrária	566	7		
Letras Hipotecárias da CEF	301	3		
Créditos e Títulos da Dívida Externa	69	1		
Moeda Corrente	1.634	19	74.340	95
<b>Total</b>	<b>8.608</b>	<b>100</b>	<b>78.614</b>	<b>100</b>

Fonte: BNDES

**Tabela 3**  
**Resultado de Venda por Investidor**

Tipo de Investidor	em US\$ milhões			
	De 1990 a 1994		De 1995 a 2002	
	Receita de venda	%	Receita de venda	%
Empresas nacionais	3.116	36	41.737	26
Instituições financeiras	2.200	25	20.777	7
Pessoas físicas	1.701	20	5.158	8
Fundos de pensão	1.193	14	6.316	6
Investidor estrangeiro	398	5	4.626	53
<b>Total</b>	<b>8.608</b>	<b>100</b>	<b>78.614</b>	<b>100</b>

Fonte: BNDES

#### 4. DETERMINANTES DA PRIVATIZAÇÃO

Diante da complexidade de fatores que influenciam e determinam o processo de privatização de um país e da impossibilidade de se estudar todos eles, para este estudo, a análise será simplificada, de forma que trabalharemos com quatro principais fatores que determinam o processo de desestatização da economia, quais sejam: 1) Fatores políticos; 2) Restrições orçamentárias; 3) Instituições legais; 4) Liquidez do mercado financeiro.

- 1) Fatores Políticos: Consideramos aqui questões como a inclinação política do líder político no momento e sua capacidade de alianças para efetivar um programa de desestatização.

Acrescenta-se, e complementam essa perspectiva, variáveis como a credibilidade do governo e sua relação com investidores. A credibilidade do governo, normalmente está associada com a quantidade de empresas privatizadas e com o aumento nas receitas de venda. O modelo de privatização adotado relaciona-se com a qualidade de credibilidade do governo. Para vendas parciais é necessário maior credibilidade do governo que para vendas totais; outrossim, quanto menos o governo necessitar aceitar moedas de privatização e quanto maiores forem as receitas de venda em moeda corrente, maior tende a ser a credibilidade percebida. Moedas de privatização normalmente se relacionam com a necessidade de venda por parte do governo, e não com a opção de desestatizar. Nesse sentido, esta venda compulsória tende a revelar fragilidade do poder público e necessidade de se desfazer de bens que estão onerando os gastos públicos.

- 2) Restrições orçamentárias: Esta é uma variável importante quando a privatização funciona como instrumento para efetivação de uma política de ajuste estrutural (macroeconômico) Desta forma, para o caso brasileiro espera-se relação positiva entre déficit público e aumento das vendas, bem como destas com estabilidade da moeda. As privatizações brasileiras foram necessárias tanto para diminuição do déficit público, como para a captação de moeda externa que deu suporte ao plano real implantado em 1994.
- 3) Instituições legais: As leis que protegem os investidores afetam a governança corporativa. Corrupção influi negativamente a conduta das empresas, uma vez que não detém comportamentos considerados de má conduta. Proteções ao investidor podem particularmente influenciar a quantidade e qualidade das privatizações nacionais. Primeiramente, o valor de mercado da companhia e conseqüentemente seu processo de privatização pode ser menor onde a proteção legal é menor desde que: a) se houver menor demanda pela privatização de acionistas minoritários (equidade); b) firmas com dificuldade em reduzir dívidas. Nesse

contexto o governo reluta em vender grandes participações visto que sabem que os acionistas irão descontar o risco de expropriação pelos gerentes das firmas privatizadas. Como consequência a privatização seria parcial. Segundo, se a propriedade é muito concentrada e o mercado financeiro é subdesenvolvido, o processo de vendas é mais freqüentemente dominado por grandes investidores pois a absorção de mercado é limitada. Resumindo: fraca proteção legal para investidores deve estar associada com queda das receitas, poucos investidores e menos privatizações.

- 4) Liquidez do mercado de capitais: liquidez facilita diversificação e agregação de informações, monitoramento de gerentes e regulação. Estabelecem-se algumas relações entre mercado de capitais e privatização: a) Investidores requerem descontos quando comercializam em mercados com pouca liquidez; b) Maior informação nos mercados líquidos favorecem aumento de receita de venda. Governos que operam em economias com mercados financeiros desenvolvidos (líquidos) tendem a privatizar participações maiores e com maior receita. Por fim, a liquidez do mercado afeta a escolha do método de privatização. A escolha da forma de venda é limitada pelo mercado.

Com base na discussão realizada no tópico 3 e nas variáveis determinantes do processo de privatização, o caso brasileiro pode ser sintetizado no quadro 1.

**Quadro 1**  
**Principais variáveis determinantes do processo de privatização**

Variáveis	Privatização Hospitalar	Fase Manufatureira	Privatização de setores estratégicos
Motivação	Baixa	Média	Alta
Objetivo	Saúde financeira do BNDES	Mudança no modelo de desenvolvimento econômico	Base para o programa de estabilização da moeda
Compromisso com a privatização	Baixa	Baixa	Alta
Desenvolvimento do Mercado Financeiro	Baixo	Médio	Alto
Credibilidade do governo	Baixa	Baixa	Média
Inflação	Alta	Alta	Moderada
Qualidade das empresas	Baixa	Média	Alta
Correlação entre privatização e política Macroeconômica	Baixa	Baixa	Alta
Gastos do Governo com estatais (como % do PIB)	entre 14 e 27%	entre 7 e 18%	entre 7 e 3,5%
Dívida Interna (como % do PIB)	entre 14 e 21%	entre 17 e 21%	entre 24 e 39%
Dívida Externa (como % do PIB)	entre 18 e 33%	entre 8 e 24%	entre 5 e 10%
Resultados da Privatização	US\$ 1,169 bilhões	US\$ 11,9 bilhões	US\$ 93,4 bilhões

## 5. INDICADORES UTILIZADOS

Foram definidos para este estudo, alguns indicadores que se relacionam com os determinantes das privatizações. Sabendo que estamos tratando de características institucionais, é evidente a limitação dos indicadores existentes para explicação do problema. Os parâmetros utilizados nessa pesquisa podem ser subdivididos em: a) objetivos: Variáveis expressas em valores monetários e que não dependem de inferências e/ou aproximações para seu cálculo, como dívida pública, receita de vendas etc e b)

subjetivos: Variáveis com características mais qualitativas que dependem da percepção dos agentes para sua valoração como inclinação política, índice de percepção de corrupção etc.

Embora os indicadores selecionados sejam *proxis* para entendimento do processo, a complexidade das economias locais não pode ser explicada por apenas estes parâmetros definidos. A eleição das variáveis pesquisadas no artigo tem como orientação trabalho anterior de BORLOTTI et all (2000), que trabalha com variáveis que apresentam características institucionais e organizacionais de 49 países caracterizando seus respectivos processos de privatização entre 1977 e 1996.

Os elementos de análise estão subdivididos em cinco grupos, os quais apresentam quatro instrumentos de análise (determinantes de privatização) que serão contrastados com aspectos que se relacionam com a avaliação privatização, dada por indicadores quantitativos e qualitativos. A análise de indicadores estará organizada como se segue:

- 1) Credibilidade do governo:

- a. Risco Brasil

O risco-país é calculado pela taxa de juros que os certificados de dívida do governo pagam acima do rendimento dos títulos do Tesouro americano, considerados de risco nulo. O índice tem como finalidade refletir o grau de incerteza no futuro de uma economia. Um índice elevado demonstra, portanto, maior insegurança quanto ao futuro de uma determinada economia, o que significa maior possibilidade de calote da dívida pública (*default*). Resumidamente pode-se dizer que índice de risco-país tem um objetivo claro: orientar os investidores quanto ao futuro de suas aplicações em um determinado país, considerando todas as informações disponíveis (passadas e presentes) relevantes para conduzir o futuro da economia. Desta forma, quanto maior o risco país, menor a credibilidade do governo e menor a receita de privatizações.

- b. Inclinação política

A inclinação política é uma variável subjetiva que indica o comprometimento dos objetivos do líder político com a privatização. Há que se considerar também a capacidade de articulação do governo que influencia a implantação do programa. Quanto mais engajado no processo de privatização estiver as lideranças políticas e quanto mais apoio institucional, maiores as chances de efetivação de vendas e maior a possibilidade de maximização das receitas de venda. A forma de venda também influencia a inclinação política, de forma que, o modelo de venda, depende dos objetivos do governo, há modelos que se relacionam mais com maximização de receita, o que se justifica para país que vêm na privatização uma forma de redução do déficit público, enquanto que há outros modelos que buscam maximização de bem-estar, estes últimos se relacionam mais claramente com o aumento de eficiência da economia.

#### c. Estabilidade da Moeda

A estabilidade da moeda não é um indicador que esteja diretamente relacionado com o aumento das privatizações, contudo, sabendo que a privatização funcionou como um dos pilares de implantação do Plano Real de estabilização da moeda, acreditamos que estabilidade da moeda e privatização se correlacionam positivamente, já que se de um lado as privatizações ajudaram a melhorar as contas públicas e arcar com as necessidades de financiamento do programa de estabilização, de outro um país de economia estável aumenta a credibilidade do governo. Aqui serão utilizados dados da variação do IGP de janeiro a dezembro de cada ano.

#### 2) Necessidade de financiamento público

Serão considerados os valores de dívida interna e os gastos do governo com as estatais, ambos considerados como constrangimentos que se relacionam positivamente com a necessidade de privatização.

#### 3) Segurança para investidores

A mudança ocorrida nas organizações e nas instituições ao longo do tempo é muito difícil de ser quantificada e qualificada. O fato é que esta trajetória altera substancialmente o comportamento dos agentes. A percepção de que uma economia apresenta-se mais confiável (comparativamente a outro país ou a outro momento daquele mesmo país) é uma medida subjetiva que não pode ser claramente mensurada. Uma primeira aproximação nesse sentido é usar o indicador de percepção de corrupção; este é um índice calculado anualmente pelo “Transparency Internacional” sobre a percepção de corrupção dos indivíduos; quanto maior o índice, menor a percepção de corrupção. Para este artigo é razoável supor que quanto mais corrupção for percebida pelos agentes menos confiáveis serão as organizações, o que reduz os incentivos aos investimentos no país. É esperado que um indicador de percepção de corrupção baixo se relacione negativamente com a receita de privatização.

#### 4) Desenvolvimento do mercado de capitais

O desenvolvimento do mercado financeiro influencia tanto o modelo de privatização adotado quanto a receita obtida. Quanto mais desenvolvido o mercado de capitais, mais fácil para o governo realizar ofertas das ações ordinárias. O mercado financeiro ainda colabora com a diminuição dos gastos com divulgação de informações, uma vez que estas normalmente estão disponíveis em mercados desenvolvidos. Será usada para esta análise dados de volume de recursos transacionados e participantes do mercado.

#### 5) Avaliação da privatização

##### a. Receitas de venda

Receitas de venda serão dadas pelos balanços divulgados pelo BNDES e pelos relatórios do PND em dólares correntes.

##### b. Modelos de negociação

Os modelos de negociação serão avaliados segundo as fases de privatização, considerando o modelo utilizado na maioria das vendas realizadas. Serão avaliados subjetivamente indicando duas características principais: a) Objetivos de maximização, indica qual o principal objetivo das vendas e b) Moedas de privatização, indica a capacidade do governo em mobilizar recursos.

c. Comprometimento do governo com a privatização.

O comprometimento do governo com a desestatização começa na avaliação da inclinação política, uma variável subjetiva que avalia o alinhamento entre objetivos do líder político e receitas de privatização. Quanto menor o comprometimento do governo com a privatização, menores tendem a ser as receitas de venda. Outra variável pode ser incluída nessa análise, que é a trajetória das receitas de privatização. Observadas enquanto % do PIB podemos perceber qual a disposição e capacidade do governo promover vendas.

## 6. ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Em diversas investigações deseja-se avaliar a relação entre duas medidas quantitativas. A associação linear entre duas variáveis é avaliada usando correlação. Para obter uma medida do grau de associação da relação linear entre duas variáveis, usamos o coeficiente de correlação ( $r$ ) situado entre -1 e +1, quanto mais próximo de 1 (positivo ou negativo) maior associação entre duas variáveis.

Importante considerar que os testes realizados no artigo não indicam uma relação de causalidade entre as variáveis, mas indica a existência de correlação entre algumas delas. Foi feito o cálculo de correlação para as variáveis selecionadas para o estudo da maneira mais ampla possível. A única ressalva aos cálculos se deve ao período de análise, uma vez que nem todos os dados estavam disponíveis para o período inteiro, desta forma, a opção para os cálculos segue a lógica de comparação

dual respeitando os períodos de dados coincidentes para as variáveis em questão. Os resultados encontrados estão dispostos no quadro 2.

**Quadro 2**  
**Correlações**

	Receitas de venda (resultado)	Gastos com Estatais	Receitas de Venda sobre PIB
Total da dívida Liquida do setor público	0,02	(0,54)	0,19
Dívida Interna	0,29	(0,92)	0,40
Necessidade de financiamento do setor público	(0,29)	0,59	(0,31)
Capitalização	0,17	(0,71)	(0,52)
Inflação	(0,32)	<b>0,87</b>	(0,29)
Índice de percepção de Corrupção	0,23	<b>(0,86)</b>	0,13

## 7. RESULTADOS ENCONTRADOS

Neste trabalho foi feita opção por correlacionar as variáveis em todo o período pesquisado, considerando que trabalhar com sub-períodos (as três fases de privatização separadamente) acarretaria distorções na análise de correlação. Os resultados encontrados corroboram algumas das expectativas do artigo, quais sejam:

- a) Alta dívida líquida do setor público implica em resultados de venda piores, pois a necessidade de desestatização acaba forçando o governo à adoção de modelos de venda que não maximizam receita.
- b) Dívida interna se correlaciona negativamente com os gastos com estatais, o que denota duas características importantes do processo de privatização brasileiras: 1) situação falimentar e necessidade de aporte de capital do Estado nas duas primeiras fases de privatização, e, 2) A conjugação entre privatização e política monetária na terceira fase do processo: Redução drástica nos gastos com estatais (devido à venda) e aumento substancial da dívida interna para sustentação do programa de estabilização da moeda – Plano Real
- c) Como esperado, a necessidade de financiamento do setor público varia inversamente as receitas de venda, de maneira que aumento nas receitas de venda diminui a NFSP, enquanto que a redução nos gastos com estatais também reduzem a NFSP.
- d) Inflação e Índice de Percepção de corrupção<sup>4</sup> também se correlacionam negativamente com resultados de venda, pois são ambas variáveis que denotam credibilidade do Estado. Altas taxas de inflação e corrupção são indicativos de instabilidade, o que afasta investidores e não maximiza receitas uma vez que o risco propicia descontos nos preços de compra de estatais. O contrário também é percebido: redução de inflação e aumento nos valores do IPC (logo, redução da percepção de corrupção) colaboram para aumento nas receitas de venda, pois diminuem a incerteza com relação ao país.

---

<sup>4</sup> O Índice de percepção de corrupção aparece positivamente relacionado porque quanto maior o índice, menos corrupto é percebido o país, de maneira que se receitas de vendas variam no mesmo sentido que o IPC, temos que aumento das receitas de venda, acompanham aumento no IPC, logo, redução da percepção de corrupção do País.

## 8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados do trabalho embora relevantes, denotam a precariedade de indicadores para se tratar variáveis econômicas de cunho qualitativo. A complexidade do tema – institucionalismo e privatização – colabora para dificuldade de identificação de dados apropriados para percepção da trajetória vivenciada na economia brasileira.

Outrossim, os dados encontrados estão em sua maioria indexados ao dólar (receita de privatização, PIB etc) o que dificulta a análise, uma vez que o período analisado é extenso, e as mudanças na política cambial foram expressivas. Ademais temos que considerar ainda as distorções causadas pela presença de altos índices de inflação precedentes a 1994. Quanto à qualidade dos dados indicamos ainda que capitalização não se constituiu em bom indicador para o desenvolvimento do mercado financeiro. A ausência de dados sobre este setor na década de oitenta e meados de noventa dificultaram a identificação de um indicador mais confiável.

Contudo, os resultados de correlação são importantes e se coadunam perfeitamente com as expectativas do artigo, indicando forte relação entre as variáveis estudadas. Em termos qualitativos a mudança institucional percebida foi muito grande. É inegável a diferença entre os períodos de privatização e a influência política nas tomadas de decisão.

Por fim, consideramos que o artigo se apresenta como um modelo de aproximação para análise institucional, entretanto a quantificação e exploração de dados merecem maiores esforços.

Outrossim, análises das redes políticas estabelecidas em cada período e percepção de outros agentes quando do processo de privatização não foram desenvolvidas pelo artigo, mas são importantes para que a metodologia aqui utilizada seja mais bem desenvolvida. Esperamos que novos esforços sejam feitos

nesse sentido, para que uma melhor compreensão de uma das maiores mudanças na economia brasileira nos últimos anos: o processo de privatização.

## REFERÊNCIAS

BNDES. **Programa Nacional de Desestatização**. Rio de Janeiro, dezembro de 2002

BORLOTTI, B.; SINISCALCO, D.; FANTINI, M. **Privatisation and Institutions: a cross country analysis**, Universidade de Turim, paper, Outubro de 2000.

BURLAMAQUI, L., **Economia institucional, economia evolucionária e sociologia econômica: em direção à recuperação de um diálogo**. XXI Congresso Brasileiro de Economistas, Recife, 2001.

FEIGENBAUM, H.B; HENING, J.R. The political underpinnings of privatization: a typology. **World Politics**, vol 46, nº2, p. 185-208, Janeiro, 1994.

MANZETTI, L. The political economy of privatization through divestiture in lesser developed economies, **Comparative Politics**, vol 25, nº 4, p. 429-454, julho de 1993.

MATOS J. C. F. e OLIVEIRA C. W. A. **O Processo de Privatização das Empresas Brasileiras**. Brasília: IPEA maio 1996. (texto para discussão 422)

MEDEIROS, C. A. Instituições, Estado e Mercado no processo do desenvolvimento econômico. **Revista Economia Contemporânea**. Rio de Janeiro, 5(1): 49-76, jan./jun. 2001.

PAULA, G.M. **Privatização e estrutura de mercado na indústria siderúrgica mundial**, 1998. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Rio de Janeiro, março de 1998.

PINHEIRO, A.C. **A experiência brasileira de privatização: o que vem a seguir**. BNDES, Rio de Janeiro, dezembro de 2000. (texto para discussão nº 87)

\_\_\_\_\_ e GIAMBIAGI, F. Os antecedentes macroeconômicos e a estrutura institucional da privatização no Brasil. In: **A privatização no Brasil: o caso dos serviços de utilidade pública**, BNDES. , Rio de Janeiro abril de 1999.

ROMANO, J. Interesses privados na formulação e implementação de políticas públicas. In: SILVA, F e SANTOS, R.; COSTA, L. F. **Mundo rural e política – Ensaio interdisciplinares**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001. p. 209 - 242

SCHEINDER, B.R. A política de privatização no Brasil e no México nos anos 80: variações em torno de um tema estadista. **Revista de Ciências Sociais**, vol 34, nº 01, p. 21-51, Rio de Janeiro, 1991.

\_\_\_\_\_. A privatização no governo Collor: triunfo do liberalismo ou colapso do Estado desenvolvimentista? **Revista de Economia Política**, vol 12, nº 01, p. 5-18, janeiro-março de 1992.

SCOTT, W. R., **Institutions and organizations**. London: Gafe publications, 1995.

SCHAMIS, H.E. Economía política conservadora em América Latina y Europa occidental: los orígenes políticos de la privatization. In MUNÓZ, O. (Ed). **Después de lãs privatizaciones hacia el estado regulador**. Santiago: CIEPLAN, 1993. p.51-71

SILVA, F e SANTOS, R.; COSTA, L. F. **Mundo rural e política** – Ensaio interdisciplinares. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001