

Efeitos da privatização: o caso da VALE

Vinicius Carrasco e João Manoel Pinho de Mello¹

Baixada a poeira da campanha presidencial, talvez já seja possível avaliar de forma menos emotiva os efeitos da privatização. Antes tarde do que nunca. Inferir os efeitos da introdução de gestão privada no desempenho de uma empresa não é tarefa fácil. Exige um exercício contra-factual: qual seria o retorno da empresa privatizada tivesse ela permanecido sob controle estatal?

Se as empresas de um mesmo setor fossem privatizadas aleatoriamente, compararíamos os retornos das empresas privatizadas com os das públicas, como fazem pesquisadores de um laboratório farmacêutico ao testar uma nova droga, trabalhando, de forma controlada, com dois grupos: tratamento e controle. Para o bem ou para o mal, o acesso a tais experimentos nas ciências sociais é limitado. Empresas não são privatizadas aleatoriamente. Por exemplo, o setor privado tem mais interesse por empresas mal geridas porque os ganhos com a troca de controle são maiores. Assim, a melhora na gestão pode ocorrer tanto por reversão à média (como diria o Tiririca, 'pior do que está não fica'), ou porque, de fato, a gestão privada é mais eficiente.

Tomemos o caso da VALE. Ao analisar seus retornos nos últimos anos, a primeira impressão é que a privatização melhorou muito seu desempenho. Entre jun-97 e jan-11, a ADR da VALE gerou um retorno nominal em dólar (incluindo distribuição de dividendos) de incríveis 3.019%. No entanto, no mesmo período, o principal produto vendido pela VALE, o minério de ferro, se valorizou em decorrência do aumento da demanda advinda da China. Entre 2003 (primeiro ano para o qual há dados disponíveis) e 2010, o preço do minério de ferro CIF na China subiu 750%, tendo a maior parte desse aumento ocorrido a partir de 2005 quando o retorno da VALE se acentua. Como o aumento do preço do minério não tem a ver com a privatização, parte do retorno não pode ser atribuída à troca de gestão.

A privatização explica a diferença entre os 3.019% de retorno e a apreciação de 750% no preço do minério? A quantidade produzida aumentou 70% entre 2003 e 2010. Para evitar qualquer alegação de que nossas conclusões dependem disso, faremos a suposição heroica de que a privatização em nada contribuiu para o aumento de sua produção. Ou seja, a capacidade adicional já estaria disponível ou seria facilmente adicionada mesmo sob controle estatal.

Também para simplificar a argumentação, suporemos que o custo unitário subiu proporcionalmente com o preço. Assim, a margem aumentaria os mesmos 750%. Nesse caso, o lucro da VALE subiria 1.345%, contanto com o aumento de 70% na quantidade. Ou seja, há uma diferença substancial de 1.674 pontos percentuais (pp) não explicada. Portanto, o custo unitário não aumentou tanto quanto o preço. Será que foi troca para a gestão privada? Ou economias de escala?

¹ Professores do Departamento de Economia da PUC-Rio e PhDs em Economia pela Stanford University.

Na ausência de experimentos controlados, emulamos o que seriam grupos de tratamento e controle. As três maiores empresas de mineração são listadas em bolsas de valores: BHP, Rio Tinto (RIO) e VALE. As duas primeiras sempre foram privadas. Já a VALE foi privatizada em 1997. A RIO é mais comparável com a VALE porque tem exposição ao minério de ferro maior do que a BHP (62% versus 34% da margem EBITDA em 2010). A lógica do argumento para inferir o efeito da gestão privada na VALE é simples: a RIO tem alta exposição ao minério, cujo preço é formado internacionalmente. Portanto, serve de “grupo de controle” para o experimento “privatização da VALE”. A Figura 1 mostra a evolução dos retornos das ADRs de RIO e de VALE desde maio de 1995. Entre jun-97 e jan-11, a diferença nos retornos é de 1696 pp. O que explica essa diferença?

1. Antes da privatização, o retorno da RIO foi maior do que o da VALE. Portanto, a diferença não é explicada por diferentes tendências pré-privatização.
2. O frete transoceânico aumentou 400% entre setembro 2005 e setembro de 2008. Como Austrália é mais perto da China, o aumento no preço do frete prejudica mais o lucro da VALE.
3. A exposição da RIO ao minério de ferro é menor, mas, incorporando-se a operação de cobre, as exposições agregadas em cobre e ferro são parecidas e o preço do cobre subiu tanto quanto o do minério.
4. Os principais ativos VALE, Carajás e Minas, têm em média qualidade parecida com os ativos da RIO. Logo, quaisquer ganhos de escala que a VALE possa ter tido são parecidos com os da RIO.
5. Os múltiplos pagos por empresas brasileiras aumentaram porque o Brasil melhorou institucionalmente; como Austrália já era um país organizado em 1997, os múltiplos não aumentaram muito por lá. Por isso o IBOVESPA subiu mais do que o AUS 200 (principal índice australiano), e isso não é mérito da privatização da VALE. Entre Jun-1997 e Jan-2011 o IBOVESPA teve um retorno real de 210%, contra 28% do AUS 200. Ou seja, 182 pontos percentuais da diferença se devem à melhoria do Brasil em relação à Austrália.

A explicação que resta para os impressionantes **1514pp** (1696 –182) de diferença de retorno é a privatização, a mudança que afetou apenas a VALE. Por fim, considerando apenas o período “pré-China” (jun-9/dez-04), a diferença entre os retornos de VALE e RIO foi de **231 pp**.

Por que os benefícios da privatização foram amplificados durante o *boom*? Primeiro, as melhorias de gestão levam tempo. Segundo, uma diminuição no custo de produção é mais valiosa quando há aumento de quantidade vendida. Um ciclo virtuoso pode ter ocorrido na VALE: primeiro uma diminuição de custo de produção e um aumento de demanda da China. Em reação ao aumento de preço e à diminuição no custo de produção, a quantidade aumentou, o que, por sua vez, amplificou o benefício do aumento de margem causado pela queda no custo marginal. Por já ser privada, o ciclo virtuoso da RIO não foi amplificado pela diminuição de custos.

Estabelecer relações causais em ciências sociais é missão espinhosa. Tendo essa ressalva em mente, a evidência disponível sugere que a gestão privada adicionou enorme valor à VALE. Não é demais lembrar que tais ganhos de gestão foram, em grande parte, apropriados pelo contribuinte através de tributos e

da participação do BNDES e PREVI (através da geração de superávits reconhecidos no resultado do Banco do Brasil) na VALEPAR.

