

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Fundos Soberanos de Riqueza

André Atílio Brasil Freitas
No. da matrícula: 0311652

Orientador: Gustavo Henrique de Barroso Franco

Junho de 2008

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Fundos Soberanos de Riqueza

André Atílio Brasil Freitas
No. da matrícula: 0311652

Orientador: Gustavo Henrique de Barroso Franco

Junho de 2008

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

”As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

AGRADECIMENTOS

Ao departamento de economia por todo auxílio prestado ao longo do curso.

Ao meu orientador, Gustavo H.B. Franco, que ajudou de forma decisiva com o material de leitura e suas críticas ao trabalho

À Antonio Alves de Oliveira Junior, Olavo Pimentel Rocha, Paulo Ponde e Gabriel Rocha Venturim, grandes amigos que me acompanharam dentro e fora de Universidade.

À Arthur Carvalho e Mônica de Bolle que me ajudaram com algumas dúvidas.

Aos meus pais e avós que arcaram com os custos de um ensino de qualidade.

ÍNDICE:

Introdução.....	7
Capítulo 1 – Uma introdução aos Fundos Soberanos de Riqueza.....	10
1.1 – O despertar dos FSRs.....	10
1.2 - O que distingue os Ativos de um FSR das reservas internacionais?...15	
1.3 - Alguns aspectos relevantes dos Fundos Soberanos de Riqueza.....16	
1.4 - Outros fatores que diferenciam os FSRs.....19	
1.5 - Perspectivas de crescimento.....20	
Capítulo 2 – Os aspectos macroeconômicos dos FSRs.....	23
2.1 – Introdução.....	23
2.2 - A poupança pública gerando FSRs.....	23
2.3 - O aumento das reservas internacionais e os FSRs.....	25
Capítulo 3 – Um Fundo Soberano para o Brasil?.....	31
3.1 – A proposta.....	31
3.2 - As condições Macroeconômicas do Brasil.....	32
3.3 - Um fundo compatível com o Brasil.....	36
Conclusão.....	37
Bibliografia.....	38

ÍNDICE DE TABELAS:

Tabela 1 – Os maiores fundos de acordo com o ano de criação.....	10
Tabela 2 – Conta Corrente (US\$ bilhões).....	12
Tabela 3 – Tamanho estimado dos Fundos Soberanos de Riqueza.....	14
Tabela 4 – Os maiores fundos de acordo com a fonte de financiamento.....	17
Tabela 5 – Mapeamento dos ativos dos FSR.....	21

ÍNDICE DE GRÁFICOS:

Gráfico 1 – Petróleo Brent (Londres –US\$/barril) – Fim de período.....	11
Gráfico 2 – Índice <i>The Economist</i> de <i>Commodities</i>.....	11
Gráfico 3 – As reservas Internacionais no Mundo (em bilhões de US\$).....	12
Gráfico 4 – A gestão dos ativos pelo mundo (US\$ bilhões).....	13
Gráfico 5 – Fundos Soberanos de Reserva (em bilhões).....	25
Gráfico 6 – Meses de importação.....	28
Gráfico 7 - % da dívida de curto prazo.....	28
Gráfico 8 - %do M2.....	28
Gráfico 9 – Conta corrente – EUA vs Países Asiáticos (US\$ bilhões).....	30
Gráfico 10 – NFSP (%PIB) – Fluxo acumulado em 12 meses.....	33
Gráfico 11 - Reservas internacionais do Brasil (em bilhões de dólares).....	34
Gráfico 12 – Transações Correntes do Brasil (em milhões de dólares).....	35

Introdução

Um dos primeiros Fundos Soberanos de Riqueza, o *Revenue Equalization Reserve Fund* (RERF), da República Independente do Kiribati (doravante referida somente como Kiribati), foi fundado em 1956 e financiado por meio do pagamento de *royalties*, ao governo kiribatiano, da venda de fosfato (utilizado como fertilizante natural) extraído da Ilha de Banaba, uma das inúmeras ilhas da Micronésia e da Polinésia. Muitas das ilhas desta região se tornaram um protetorado inglês no fim do século XIX, devido aos inúmeros conflitos e doenças trazidos na época por pescadores de baleia e mercadores de escravos.

O Kiribati se tornou um Estado independente em 1979 e hoje é formado por um conjunto de trinta e três atóis, dentre eles a Ilha de Banaba. A renda nacional baseia-se na concessão de licenças de pesca (de atum principalmente) para países estrangeiros como Japão, Coreia e Taiwan dentro de sua Zona Econômica Exclusiva (EEZ em inglês^I); na exportação de peixe, copra, alga e, mais recentemente, pérolas; na renda de, aproximadamente, US\$ 1 milhão por ano, remetida por mais de mil marinheiros kiribatianos que trabalham em navios estrangeiros; e dos ganhos de investimento do RERF, que hoje possui valor de mercado de seis vezes o PIB do país.

Numa economia onde o setor privado é praticamente inexistente, as licenças de pesca de atum e a ajuda externa compõem a maior parte das receitas governamentais. Essas receitas estão sujeitas a ciclos sazonais de pesca e movimentos na taxa de câmbio entre o dólar australiano^{II} e as demais moedas, o que as torna bastante voláteis, chegando a apresentar flutuações em torno de 25% do PIB. Não é difícil avaliar que o equilíbrio fiscal é um problema recorrente para este país, que utiliza parte dos recursos do RERF para suavizar essa volatilidade e até mesmo para expandir suas despesas, agravando o déficit fiscal.

Por não ser um país industrializado (os produtos manufaturados, por exemplo, correspondem a apenas 1% do PIB, e são concentrados nos setores de vestuário, fabricação de carne de atum e artesanato), o Kiribati precisa importar grande variedade

^I De acordo com a Convenção das Nações Unidas sobre o Direito do Mar, os países costeiros têm direito a declarar uma Zona Econômica Exclusiva (ou ZEE) de espaço marítimo para além das suas águas territoriais (uma linha imaginária situada a 200milhas marítimas da costa), no qual têm prerrogativas na utilização dos recursos, tanto vivos como não-vivos, e responsabilidade na sua gestão.

de produtos. Devido à composição de suas exportações, cuja produção e demanda são bastante voláteis, e à inelásticidade das suas importações, sua posição na balança comercial é muito vulnerável. Déficits expressivos são contabilizados quando há problemas com as copras ou a pesca local, como o registrado no ano de 2000, que atingiu 80% do PIB.

A partir deste panorama econômico podemos analisar a importância que o Fundo Soberano tem para a economia do Kiribati. Financiado com a riqueza natural que já se esvaiu, atuou como um instrumento de transferência intertemporal de riqueza, que não só a preservou como a multiplicou. Hoje atua como um importante instrumento da política econômica kiribatiana. Sem o RERF o país não poderia importar a quantidade de bens que importa sem incorrer em uma séria contração de sua base monetária, que levaria a deflação e ao ajuste pela taxa de câmbio real, o que é muito doloroso, lento e bastante impopular.

É verdade que o Fundo também atua no sentido de desequilibrar as contas do governo, sendo utilizado por este para financiar maiores gastos. Na realidade, uma coisa está ligada à outra; o governo, pelo enorme peso que tem na economia, é o principal importador e, portanto, quando seus gastos aumentam, as importações e o déficit comercial também aumentam. O Fundo também funciona como uma espécie de casa da moeda com limitações de impressão de papel moeda (já que o país não tem moeda própria), ou seja, enquanto houver dinheiro no Fundo o governo pode financiar seus déficits fiscais e, como consequência, incorrer em déficits comerciais sem que haja retração na base monetária.

Não é do escopo deste pequeno estudo analisar se os recursos do Fundo de Kiribati estão sendo empregados de forma a ajudar o país a alcançar a estabilidade macroeconômica (provavelmente não estão), mas sim assinalar como ele se tornou uma peça fundamental na condução de política econômica do país.

Apesar de insignificante em tamanho, a simplicidade da economia do Kiribati ajuda a ilustrar (quase como se fosse uma maquete) como que a compreensão do seu funcionamento como um todo é precedida pelo entendimento de como o Fundo interage com a economia. Assim como o Kiribati, outros países têm se engajado na criação de Fundos Soberanos de Riqueza ao longo das últimas seis décadas, conferindo maior importância a estes fundos no cenário internacional.

¹¹ O Kiribati não possui moeda própria e usa o dólar australiano como meio de pagamento de curso legal

O presente trabalho vai explorar com a maior profundidade possível, dado que o material bibliográfico disponível para este assunto ainda é escasso, as características desses fundos, seus objetivos e seus aspectos macroeconômicos.

Para tanto o trabalho se divide da seguinte forma: O primeiro capítulo tratará dos primeiros FSRs que foram criados, assim como do formato e do tamanho que eles têm hoje. Alguns aspectos chave, como a definição, a fonte de financiamento, e o tamanho relativo desses veículos estatais serão o foco deste capítulo. O segundo capítulo tratará dos aspectos macroeconômicos dos FSRs, ou seja, quais as condições macroeconômicas para a sua existência, a interação entre o fundo e a economia doméstica do país e até mesmo do fundo com outras economias que não sejam a do seu próprio país de origem. Por fim a terceira seção deste trabalho discutirá um tema bastante atual, a criação de um Fundo Soberano brasileiro. Dado a análise das condições macroeconômicas descritas nos capítulos que precederão este último, poderemos constatar se é razoável pensar na criação de um FSR para o Brasil neste momento.

Capítulo 1 – Uma introdução aos Fundos Soberanos de Riqueza (FSR).

1.1 O despertar dos FSRs.

Os FSRs não são instituições novas; os primeiros veículos estatais desse tipo surgiram no Kuwait e no Kiribati na década de 1950, ambos, fruto da exportação de suas riquezas naturais (petróleo e fosfato, respectivamente). Apesar de três dos maiores e mais respeitados fundos - O *Abu Dhabi Investment Authority*, dos Emirados Árabes Unidos; o *Singapore's Government Investment Corporation*, da Cingapura; e o *Norway's Government Pension Fund-Global*, da Noruega - terem sido criados em 1976, 1981 e 1990, respectivamente, o crescimento desses veículos estatais de investimento só foi sofrer alguma aceleração a partir da década de 1990. No fim do milênio, os FSRs já somavam algo em torno de vinte, gerenciando centenas de milhões de dólares em ativos.

Embora já existam há cerca de sessenta anos, os FSRs só conquistaram maior espaço entre os especialistas e a mídia a partir 2005. Dentre os fatores que explicam a crescente euforia em torno dessas novas instituições, destacam-se: a forte aceleração, tanto no número quanto no tamanho, desses fundos (para se ter uma idéia, dos vinte FSRs que foram criados desde 2000, metade foi concebida apenas nos últimos três anos), a ousada tentativa de alguns FSRs de adquirir parte de companhias estratégicas nos EUA e na Europa que foram vetadas pelos países receptores, pois chegou a ser considerado um problema de segurança nacional e o papel de provedor de liquidez para instituições financeiras que os FSRs estão tendo na atual crise financeira mundial.

Tabela 1: Os maiores Fundos de acordo com o ano de criação

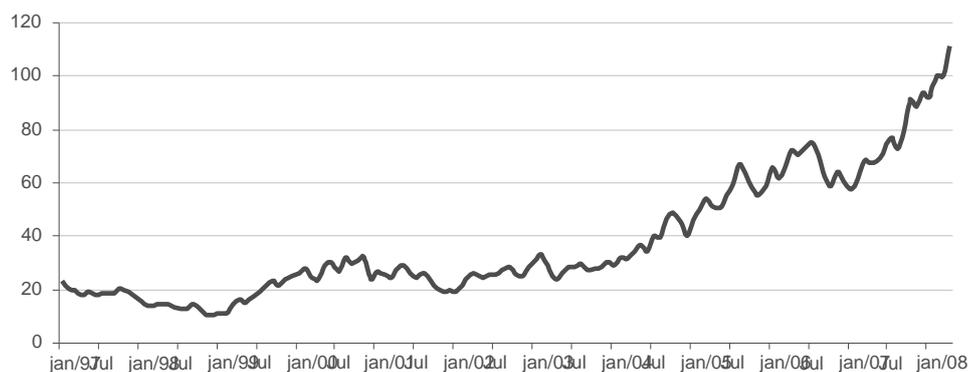
2000 - 2007	China, Rússia, Catar, Coreia do Sul, Cazaquistã, Chile, EAU (Dubai) - Istihmar, EAU (Dubai) - DIC e Taiwan
1990 - 1999	Noruega, Malásia e Venezuela
Pré-1990	EAU (Abu Dhabi) - ADIA, Cingapura (GIC e Temasek), Kuwait, Estados Unidos (Alasca), Brunei, Canadá e Omã.

Fonte: Oxford Analytica

Dois tendências têm contribuído para o espantoso crescimento dos FSR, quais sejam: i) a corrente alta vigorosa dos preços das commodities, com destaque para o

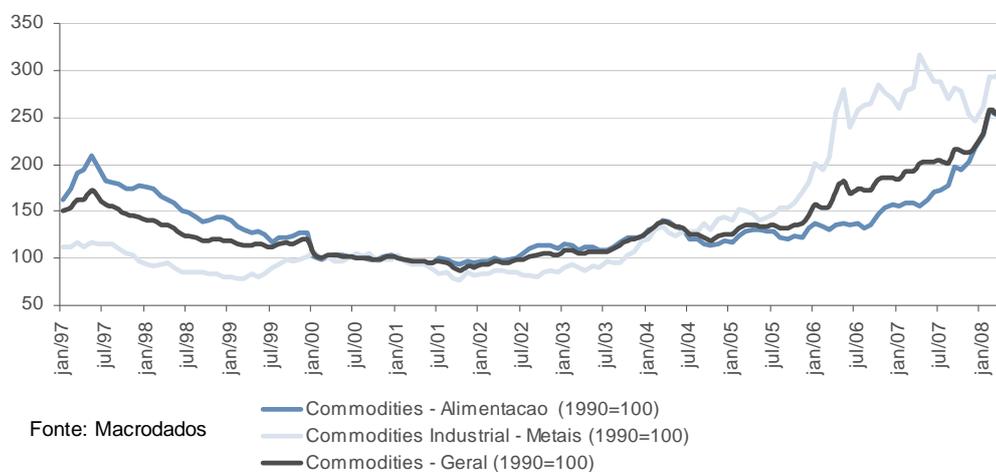
preço do petróleo; e ii) o acúmulo de reservas oficiais^{III}, principalmente por parte dos países emergentes, que vêm apresentando um vigoroso crescimento no superávit de suas contas correntes dos seus balanços de pagamentos, cuja contrapartida, em larga escala, é o déficit americano.

Gráfico 1 **Petróleo Brent (Londres-US\$/barril) - Fim de Período**



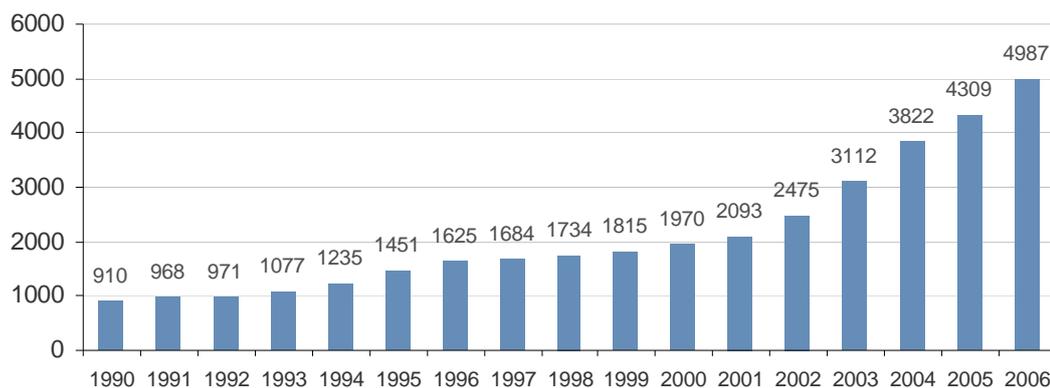
Fonte: Macrodados

Gráfico 2 **Índices The Economist de commodities**



Fonte: Macrodados

^{III} Segundo o FMI, as reservas internacionais do mundo todo, incluindo ouro, aumentaram a uma taxa média de 6% ao ano de 1997 até 2001. Desde 2002, entretanto as mesmas reservas têm aumentado à uma espantosa taxa média anual de 20%, atingindo um montante de US\$ 5,6 trilhões.

Gráfico 3 As reservas internacionais no mundo (em Bilhões US\$)

Fonte: McKinsey&Company

**Tabela 2
Conta Corrente (US\$ Bilhões)**

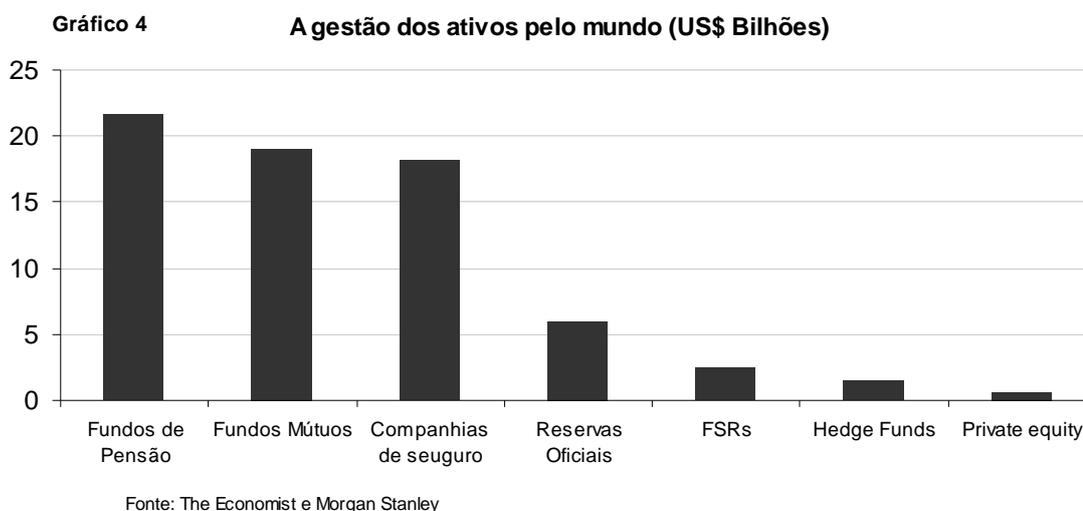
	Média 97 a99	Média 00 a 02	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009*
Economias Avançadas (I)	-4,3	-227,1	-207,0	-224,2	-438,7	-525,2	-463,3	-464,2	-460,1
Estados Unidos	-217,9	-420,6	-522,1	-640,2	-754,9	-811,5	-738,6	-614,7	-605,5
Zona do Euro	58,3	6,1	45,2	108,2	23,6	-6,4	-30,0	-98,0	-121,1
Japão	110,0	106,7	136,2	172,1	165,7	170,4	212,8	193,3	198,5
Outros	45,3	80,7	133,6	135,7	126,9	122,2	92,6	55,2	68,0
Países Emergentes (II)	-70,0	68,5	144,3	213,6	439,5	606,7	630,9	729,4	662,2
Ásia em desenvolvimento	32,4	46,4	82,6	89,2	161,4	277,5	383,5	367,5	407,1
China	28,0	24,4	45,9	68,7	160,8	249,9	360,7	385,9	442,7
Índia	-4,4	1,3	8,8	0,8	-10,3	-9,8	-19,3	-37,9	-46,1
Rússia	8,3	36,6	35,4	59,5	84,4	94,3	76,6	98,6	57,7
Oriente Médio	0,3	47,3	59,1	97,1	200,3	247,3	274,6	398,3	370,3
América Latina	-71,0	-39,2	7,7	20,8	35,0	45,4	16,4	-14,1	-38,9
Brasil	-29,7	-18,4	4,2	11,7	14,2	13,6	3,6	-10,7	-16,0
México	-12,5	-16,8	-8,6	-6,6	-5,2	-2,2	-7,4	-9,3	-16,3
África	-12,7	0,7	3,9	2,0	15,8	29,6	1,6	21,7	12,7
Outros	-27,2	-23,3	-36,6	-55,0	-57,5	-87,4	-122,0	-142,8	-146,8
Erros e Omissões	-74,3	-158,6	-62,7	-10,6	0,8	81,5	167,6	265,2	202,1

Fonte: World Economic Outlook (FMI)

* Projeções feitas pelo WEO/FMI em abril de 2008

Estimar o montante de ativos que estão sob gerência dos FSRs é uma tarefa cheia de dificuldades. Em parte porque alguns dos maiores FSRs disponibilizam pouca ou nenhuma informação sobre a alocação de seus ativos e seu desempenho, em parte porque nem sempre é simples diferenciar um FSRs “puro” de alguma outra forma de fundo público, como os fundos de pensão do setor público ou empresas públicas. A título de exemplo, não é totalmente claro o porquê que o *Norway’s Government Pension Fund* e o *Australia’s Future Fund* são considerados FSRs, enquanto que o *Pension Fund* da Holanda e o *Califórnia Public Employees’ Retirement System* são considerados fundos de pensão convencionais. Além disso, os ativos de alguns FSRs podem ser contabilizados como reservas internacionais, o que também dificulta a estimação de um valor agregado para esses fundos.

Não obstante essas dificuldades, as estimativas são de que existem aproximadamente quarenta FSRs, gerenciando um total de ativos que pode variar entre US\$1,9 e US\$2,9 trilhões, ou seja, algo em torno de 3% a 5% do PIB mundial^{IV}. O fato é que, sem sombra de dúvidas, os FSRs já se destacam dentre as novas instituições financeiras mundiais, dentre elas, os fundos de *private equity* e os *hedge funds* (na verdade os FSRs são maiores que esses dois últimos juntos se levarmos em consideração as estimativas do banco JP Morgan Chase).



O tamanho que esses veículos Estatais têm hoje, tanto como proporção de suas respectivas economias como, como proporção do PIB mundial é bem relevante (como podemos ver na tabela abaixo), o que por si só já confere alguma importância ao seu estudo. Além disso, esses Fundos possuem os objetivos mais variados possíveis, o que os torna objetos de grande riqueza para estudos. Nas próximas seções vamos analisar de forma mais detalhada as diferenças entre os FSRs, mas não sem antes fazer uma breve, mas importante, diferenciação entre as reservas internacionais e os ativos dos FSRs.

^{IV} Estimativas do banco JP Morgan Chase para o tamanho dos FSRs são maiores (50 FSRs, gerenciando algo entre US\$3 e US\$3,7 trilhões), pois é levado em consideração alguns FSRs cujos ativos são considerados reservas internacionais. Aproximadamente 20% deste montante dizem respeito a esses fundos.

Tabela 3
Tamanho Estimado dos Fundos Soberanos de Riqueza

País	Fundo	Lançamento	US\$ Bilhões	% do PIB
(EAU) Abu Dahbi	ADIA	1976	625,0	520,7
Noruega	Government Pension Fund	1990	322,0	102,6
Cingapura	GIC	1981	215,0	169,0
Kuwait	Kuwait Investment Authority	1953	213,0	268,7
China	China Investment Corporation	2007	200,0	8,0
Rússia	Stabilization Fund	2004	127,5	14,2
Cingapura	Temasek	1974	108,0	84,9
Catar	Qatar Investment Authority	2005	60,0	185,3
EUA (Alasca)	Permanent Reserve Fund	1976	40,2	0,3
Brunei	Brunei Investment Authority	1983	30,0	309,4
Coréia do Sul	(KIC) Korea Investment Corporation	2005	20,0	2,2
Malásia	Khazanah Nasional BHD	1993	17,9	12,3
Venezuela	(Fonden) National Development Fund	2005	17,5	10,5
Canadá (Alberta)	Alberta Heritage SavingsTrust Fund	1976	16,4	1,3
Taiwan	Nacional Stabilization Fund	2001	15,2	4,0
Cazaquistão	National Fund	2000	14,9	15,6
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	2006	9,7	7,6
(EAU) Dubai	Istihmar	2003	8,0	6,7
(EAU) Dubai	DIC	2004	6,0	4,0
Omã	State General RF	1980	6,0	16,0
Total			2072,3	

Fonte: Oxford Analytica

1.2 O que distingue os Ativos de um FSR das reservas internacionais?

De acordo com o Manual do Balanço de Pagamentos do Fundo monetário internacional, as reservas internacionais são ativos estrangeiros sob controle da autoridade monetária e que estão disponíveis a ela a qualquer instante, seja para financiamento de desequilíbrios no balanço de pagamentos ou para a regulação indireta da magnitude de tais desequilíbrios através de intervenções no mercado monetário que afetam a taxa de câmbio. Podemos concluir então que as reservas internacionais funcionam como um seguro de curto prazo contra a exposição à volatilidade externa do balanço de pagamentos.

Por esse motivo as reservas internacionais costumam ser mantidas em ativos como menor risco e maior liquidez possível, como os títulos de curto prazo do tesouro americano, por exemplo, para que o “seguro” não falhe quando for acionado. Portanto, se as reservas internacionais, para atender seus objetivos, precisam ser aplicadas em ativos de alta liquidez e pouco risco, é fácil deduzir que elas obtêm um baixo retorno.

Na tentativa de distinguir se os ativos de um FSR devem ser considerados reservas internacionais, há de se considerar alguns aspectos centrais, que incluem o grau de liquidez dos ativos do FSR e a existência ou não de alguma norma administrativa ou legal que proíba a autoridade monetária de utilizar esses recursos a qualquer momento que lhe parecer necessário.

Dessa forma, os ativos de um FSR serão considerados reservas internacionais se estiverem aplicados em ativos líquidos e a autoridade monetária possuir o direito legal de utilizar esses ativos para combater desequilíbrios no balanço de pagamentos a qualquer momento. E não serão considerados reservas internacionais os ativos estrangeiros geridos por um FSR, quando esses ativos estiverem aplicados em instrumentos financeiros pouco líquidos e/ou a autoridade monetária não dispuser do direito legal de utilizar tais ativos quando julgar que há necessidade de fazê-lo.

A importância de se definir se os ativos de um FSR estão fora, ou não, da classificação de reservas internacionais é que, estando fora desta classificação, os ativos de um FSR também ficam fora dos mecanismos de promoção de maior transparência das reservas internacionais criados pelo FMI com o objetivo de aumentar a estabilidade

do sistema financeiro internacional^V. Por isso, também, o maior interesse de entender melhor esses veículos estatais por parte do FMI.

A falta de transparência, em qualquer ramo do sistema financeiro, é séria candidata a causar crises. Por isso vemos hoje um grande movimento pró-transparência em relação aos FSRs, principalmente por parte dos países receptores desses recursos.

1.3 Alguns aspectos relevantes dos Fundos Soberanos de Riqueza.

Segundo o FMI, defini-se Fundo Soberano de Riqueza como “Um veículo Estatal de investimentos financiado por moeda estrangeira e gerenciado separadamente das reservas internacionais do país”. Os gestores de um FSR visam retornos maiores para os seus ativos que os gestores das reservas internacionais (os Bancos Centrais). Para tanto, estão habilitados a investir em classes de ativos mais arriscados, incluindo ações e os chamados *alternative assets*^{VI}.

Primeiramente, a fim de facilitar a análise dos FSRs, devemos dividi-los em duas categorias e duas subcategorias, de modo que eles estejam classificados de acordo com suas fontes de financiamento. Três são as possíveis fontes de financiamento de um FSR, quais sejam: exportação de *commodities*, transferência de reservas internacionais e excesso de receita fiscal.

A primeira categoria de FSR é chamada de *commodity funds*. Os *commodity funds* são, é claro, financiados por meio da exportação de *commodities*, sejam elas pertencentes ao governo (como é o caso do petróleo no Kuwait), ou por ele taxadas (como no caso de Kiribati). Os *commodity funds*, na maioria dos casos, estão ligados aos combustíveis fósseis (petróleo e gás). A renda governamental proveniente da exportação de *commodities* é vista como uma “riqueza real” para o país, pois ela não tem uma contrapartida de obrigação do governo. Vale destacar, portanto, que essa categoria de FSR é financiada por receita governamental em moeda estrangeira.

^V Dois dos principais mecanismos são: o agregado trimestral da composição corrente das reservas internacionais (COFER, sigla em inglês) e os dados sobre o grau de liquidez das reservas internacionais, parte do IMF’s Special Data Dissemination Standard (SDDS); 119 países participam do COFER e 64 do SDDS, que são ambos voluntários.

^{VI} *Alternative assets* é um termo que se refere a ativos não tradicionais, com grande potencial de valorização e menor liquidez que esses últimos. Como exemplo pode-se citar obras de arte, vinhos raros, moedas de colecionadores, carros antigos entre outros. Quando se trata de um maior montante de dinheiro, entretanto, os *alternative assets* podem ser cotas de fundos de *private equity* ou de *hedge, commodities*, propriedades física etc.

À segunda categoria, os *non-commodity funds*^{VII}, cabe uma subclassificação: os FSRs financiados através de transferências de ativos das reservas internacionais e os FSRs financiados por receitas fiscais. Tipicamente, os fundos financiados com reservas internacionais são estabelecidos em países emergentes que têm saído recentemente de uma posição deficitária para uma posição superavitária em suas contas correntes, acumulando grandes quantidades de reservas internacionais; já aqueles financiados por excesso de receitas fiscais se originam em países cujos bons fundamentos macroeconômicos proporcionam superávits fiscais, ou em países que se engajam na venda de propriedade estatal ou ainda em países que reservam parte do orçamento fiscal para aplicar no fundo.

Tabela 4

Os maiores fundos de acordo com a fonte de financiamento

Matérias-primas	Reservas	Receita Fiscal
EAU (Abu Dahbi e Dubai) - ADIA	Cingapura - GIC	Cingapura - Temasek
Kuwait	China (CIC)	Malásia (Khazanah)
EUA (Alasca)	Coreia do Sul (KIC)	
Brunei		
Canadá		
Chile		
Omã		
Noruega		
Venezuela		
Rússia		
Casaquistão		

Fonte: Galanto Consultoria e JP Morgan

Neste momento, é interessante verificar alguns dos propósitos a que esses FSRs servem para constatar que não é possível generalizar o objetivo que um determinado tipo de fundo vai perseguir. De maneira geral, podemos classificar os FSR de acordo com seus objetivos em quatro tipos:

- Os Fundos de Estabilização de Receita são moldados para amortecer o impacto da volatilidade das receitas das *commodities* em ambos, balanço fiscal e de pagamentos. Como exemplo, podemos citar os fundos da Rússia, México, Kuwait e o próprio Kiribati.

^{VII} A classificação aqui utilizada é uma mescla das classificações atribuídas pelo FMI no apêndice três do seu relatório semestral ao congresso sobre economia internacional e políticas de taxa de câmbio; e pela instituição financeira JP Morgan Chase, em seu relatório sobre Fundos Soberanos de 22 de maio de 2008 – Sovereign Wealth Funds: A bottom-up Primer.

- Os Fundos de Poupança são aqueles que visam garantir a transferência intertemporal da riqueza. Esse é um típico objetivo dos *commodity funds* que buscam garantir a transferência intertemporal de recursos, através da substituição de ativos não-renováveis por ativos financeiros acumulados em outros países (como o FSR norueguês, por exemplo). Entretanto existem *non commodity funds* financiados por receita governamental que perseguem este mesmo objetivo, que são mais parecidos com os tradicionais fundos de pensão.
- Os *Holding Funds* gerenciam investimentos diretos do governo em companhias, que podem ser de propriedades do próprio governo, privadas ou ainda estrangeiras. Os *Holding Funds*, geralmente são criados para dar suporte ao governo em suas estratégias de desenvolvimento de algum setor da economia.
- Os Fundos de Otimização do Risco/Retorno se explicam pelo próprio nome. Esse tipo de ênfase se dá principalmente nos FSR financiados por reservas internacionais de países que tentam diminuir o custo fiscal da esterilização.

No entanto, não existe uma relação de causalidade que aponte que um FSR com determinada fonte de financiamento funcionará sempre em prol do mesmo objetivo. Na verdade FSRs com a mesma fonte de financiamento podem perseguir qualquer um destes quatro objetivos ou mais de um deles.

Além disso, fundos que foram criados para atender a um desses propósitos podem, ao longo do tempo, passar a atender outros. Por exemplo, a recente trajetória altista dos preços das *commodities* fez com que alguns FSRs criados para estabilizar receitas fiscais ou o balanço de pagamentos evoluíssem para fundos de transferência intertemporal de poupança.

Devemos ter cuidado, portanto, com a homogeneidade com que a mídia, principalmente, vem tratando os FSRs, não obstante o fato de ser muito difícil classificá-los de forma totalmente heterogênea.

1.4 Outros fatores que diferenciam os FSRs.

Os FSRs se diferenciam em outros fatores além de suas fontes de financiamento e objetivos, quais sejam:

- i) A quem pertencem e quem os controlam; Todos os FSRs são de propriedade do setor público, uns pertencem ao próprio governo, outros são entidades regidas por estatuto legal. Ambos possuem comissões dirigentes, que podem ser controladas exclusivamente pelo governo, ou por uma mescla diretória entre governo e setor privado ou ainda ser independente do governo, mas prestar contas ao legislativo.
- ii) Transparência; eis aqui um fator com grande potencial para causar problemas, seja por questões políticas ou por questões relacionadas à estabilidade do sistema financeiro mundial. Os FSRs existentes adotam políticas de *disclosure* que variam da total transparência (i.e. fundo norueguês) ao segredo absoluto. De qualquer maneira os países possuidores de FSRs parecem estar percebendo que a melhor política é a de maior transparência possível, pois é cada vez maior o número de fundos que disponibilizam informações sobre tamanho, desempenho e alocação de ativos^{VIII}.
- iii) Estrutura institucional; Os FSRs podem funcionar como entidades independentes que possuem balanço próprio (i.e. ADIA, Temasek) ou podem funcionar como um instrumento auxiliador de uma entidade pública (i.e FSRs que são braços gerenciadores de reservas internacionais dos Bancos Centrais).
- iv) Tipos de investimento; a alocação de ativos depende em parte do objetivo do FSR. Por exemplo, os fundos de estabilização geralmente alocam seus ativos em títulos com alta liquidez e baixo risco, enquanto que os fundos de transferência intertemporal tendem a investir em classes de ativos com maior rentabilidade. A maioria dos ativos geridos por todos os FSRs está alocada em renda fixa e ações (cerca de 90%), mas a parcela relativa aos *alternative assets* (cerca de 10%), está crescendo.

^{VIII} Os fundos mais recentemente apresentam um maior grau de transparência em relação aos fundos mais antigos.

- v) Em qual moeda alocar os recursos? Em tese, os FSRs podem escolher se suas aplicações serão feitas em moeda nacional ou estrangeira. Mas na prática muitos dos FSRs possuem compromissos com a política cambial de metas para o câmbio de seus respectivos países e, portanto, ficam restritos a aplicações denominados em moeda estrangeira. A maioria das políticas de metas cambiais (a flutuação suja) se dá contra o dólar por países asiáticos. É isso que tem sustentado o enorme déficit em conta corrente dos EUA e causado enorme pressão americana para a valorização de diversas moedas asiáticas, principalmente o Renminbi.
- vi) “*Borrowed Wealth*” vs. “*Real Wealth*”; os *Borrowed Wealth* são fundos que incorrem em custos fiscais para se financiar, i.e, os fundos financiados por reservas internacionais, cuja taxa de juros paga no processo de esterilização é maior do que a taxa de juros de aplicação das reservas ou do rendimento do FSR. Os *Real Wealth* são aqueles que não incorrem em custos fiscais para se financiar, i.e, fundos financiados por receita governamental em moeda estrangeira, ou seja, os *commodity funds*.

Pode-se constatar o quão distintos são os FSRs existentes, enquanto instituições. Contudo, como veremos no capítulo 2, do ponto de vista macroeconômico é possível alinhá-los numa única estirpe, na medida em que são fruto dos recursos excedentes da economia.

1.5 Perspectivas de crescimento para os FSRs.

Apesar de seu tamanho absoluto, em qualquer uma das duas estimativas apresentadas anteriormente, os FSRs representam uma parcela pequena comparativamente ao total dos ativos financeiros do mundo (menos de 2%) e ao total dos ativos dos fundos de pensão, mútuos e de seguro (menos que 5%).

Por representarem uma pequena parte do agregado, os FSRs têm grande potencial de crescimento, fazendo com que sua significância para o agregado aumente nos próximos anos. A estimativa de consenso dos agentes de mercado é de que os FSRs

creçam ao ritmo de 20% nos próximos 5-10 anos. Coincidência ou não, essa foi a taxa a qual cresceram as reservas internacionais nos últimos cinco anos.

Entretanto o objetivo aqui não é fazer uma estimativa do crescimento dos FSRs, mas sim analisar os fatores condicionantes deste crescimento. Ao fazer um mapeamento dos ativos dos FSRs, salta aos olhos que 95% do total desses ativos são de fundos dos países exportadores de petróleo (65%) e das economias do leste asiático (30%); e cerca de 80% desse mesmo total está sob a gerência dos dez maiores fundos.

Tabela 5

Mapeamento dos Ativos dos FSR

	US\$ trilhões	% do total de ativos dos FSRs
Total de ativos dos FSRs	2,9 - 3,7	100
dos quais:		
Dez maiores fundos	2,4 - 3,0	79 - 81
oil-commodity funds	2,1 - 2,4	55 - 65
commodity funds	1,9 - 2,5	63 - 67
Leste asiático	1,0 - 1,1	30 - 33
Oriente Médio	1,2 - 1,7	39 - 46
Europa e Ásia Central	0,6	17 - 21
Africa	0,08 - 0,1	~3
Américas	0,1	~3,5

Fonte: JP Morgan Chase

O crescimento dos fundos soberanos de riqueza está intimamente relacionado com os aspectos macroeconômicos que sustentam o aumento das reservas internacionais, entre eles, os superávits em conta corrente registrados nos países exportadores de petróleo e nas economias emergentes asiáticas. Vale ressaltar que parte desses superávits tem sua contrapartida no déficit em conta corrente americano, de forma que a projeção para o crescimento dos FSRs, mencionada acima, implicaria no aumento do déficit americano, o que é bastante questionável devido ao *downturn* que esta mesma economia está sofrendo.

Entretanto, há outros fatores que serão determinantes para o crescimento dos FSRs, como se segue:

- Em primeiro lugar é importante assinalar que, no futuro, a alocação das reservas excedentes, fruto dos superávits em conta corrente e/ou conta capital, em FSRs não pode ser garantida *a priori*. No entanto, como as reservas internacionais excedem hoje os requerimentos de mínimo de

reservas em quase todos os países que possuem FSR, presumir que qualquer excesso no balanço de pagamentos se destinará aos fundos parece ser razoável (ver seção 2.3). Alguns países mantêm suas reservas nos níveis mínimos de forma que todo o excesso é direcionado aos fundos, como é o caso dos países do Oriente Médio, outros não, como é o caso da China; portanto, o crescimento dos FSRs também dependerá de novas transferências de reservas internacionais aos fundos, nos países que as mantêm em níveis maiores que o mínimo.

- Sendo grande parte desses ativos localizados em países exportadores de petróleo, o preço desta *commodity* será de fundamental importância para o crescimento agregado dos fundos.
- As economias superavitárias (principalmente as asiáticas) têm utilizado seus FSRs para enxugar o excesso de liquidez de moeda estrangeira, auxiliando assim a política cambial de flutuação suja. Portanto, o crescimento dos FSRs também está relacionado com a manutenção deste tipo de política cambial.
- O crescimento dos FSRs também dependerá, é óbvio, do estabelecimento de novos fundos, como desejam Brasil e Japão, assim como o retorno que os já estabelecidos apresentarão.

Capítulo 2 – Os aspectos macroeconômicos dos FSRs.

2.1 - Introdução

Neste capítulo serão apresentados argumentos e as implicações macroeconômicas para FSRs. A fim de facilitar a análise o capítulo se divide em duas seções. A primeira tratará dos FSR financiados por receita fiscal, a segunda dos FSR financiados por reservas internacionais.

2.2 - A poupança pública gerando FSRs

A literatura sobre crescimento econômico aponta para duas grandes razões pelas quais alguns países crescem mais do que outros. A primeira é representada pelos aumentos da produtividade e a segunda pela acumulação de capital. No que diz respeito à segunda questão, há uma extensa série de trabalhos que poderíamos denominar “clássicos”, na linha dos modelos à Harrod-Domar (HD). Os textos que seguem a tradição de HD sugerem haver uma relação de causalidade entre a poupança e o crescimento econômico. A explicação, razoavelmente intuitiva, é que o PIB está condicionado pelo produto potencial, que depende do investimento, e, para que este se realize, deve ser financiado por um fluxo equivalente de poupança, seja doméstica ou externa. A poupança pública é muitas vezes apontada com sendo a principal responsável pela formação de poupança doméstica, como afirmam Loayza, Schmidt-Hebbel e Servén (2000b, p. 403):

“(...) a poupança pública parece ser um dos mais diretos e efetivos instrumentos disponíveis para os ‘policy-makers’ procurarem aumentar a poupança doméstica”.

Passemos agora para os argumentos a favor da criação de um FSR para gerenciar a poupança pública. A alocação excedente dos recursos públicos em alguma outra instituição que não o próprio governo pode ser feita com o intuito de evitar o viés político da alocação de tais recursos, como, por exemplo, usar o dinheiro para alavancar campanha eleitoral, ou para o desenvolvimento de setores “apadrinhados”. Desse modo,

o FSR que administra o superávit público guarda alguma semelhança com o Banco Central, que é uma instituição criada para controlar os meios de pagamentos, evitando que o governo emita moeda para se financiar. Em suma, o FSR é uma espécie de disciplinador do governo neste caso.

Estando fora do controle total do governo, o FSR passa a possuir certa liberdade de investir os recursos da forma mais eficiente possível, em setores considerados essenciais para economia, evitando futuros gargalos que possam por em risco o desenvolvimento econômico.

O FSR de Cingapura (Temasek Holdings) é um exemplo vivo desse tipo de relação entre FSR e macroeconomia. O Temasek foi fundado em 1974 com o objetivo de melhorar o gerenciamento dos recursos públicos acumulados pelo ministério das finanças desde a sua independência, em 1965 e hoje é o maior fundo com financiamento fiscal (US\$ 160 bilhões). O fundo pertence ao governo de Cingapura, que é responsável pelos aportes de capital e o faz de forma discricionária. O fundo presta contas ao governo através do ministro das finanças, entretanto, o governo não se envolve com as decisões de investimento. Os investimentos, por sua vez, atendem a interesses comerciais relacionados ao desenvolvimento econômico do país sem que o fundo tenha participação ativa nas tomadas de decisões comerciais e operacionais das companhias que compõe o setor alvo.

O argumento previdenciário também é usado em prol da criação de um FSR que gerencie o superávit público. O que se pretende desta forma é garantir o equilíbrio fiscal no longo prazo, quando se é esperado que a folha de pagamentos previdenciária sofra aumento e a base de arrecadação não. Aqui a distinção entre FSR e um fundo de pensão tradicional não é totalmente nítida, como já havia sido alertado no capítulo 1 deste trabalho. O fato é que existem alguns FSRs que desempenham esta função.

A França é um exemplo de país que possui esse tipo de fundo, que é considerado um FSR a despeito do seu nome - *Pension Reserve Fund* (FRR). O FRR nasceu em 2000 como uma unidade do *French Old Age Solidarity Fund* e em 2001 se tornou uma entidade autônoma. Atualmente possui um mandato de gerenciamento dos ativos até 2020; a partir deste ano, os ativos acumulados serão usados para pagar aposentadorias e auxílio salário.

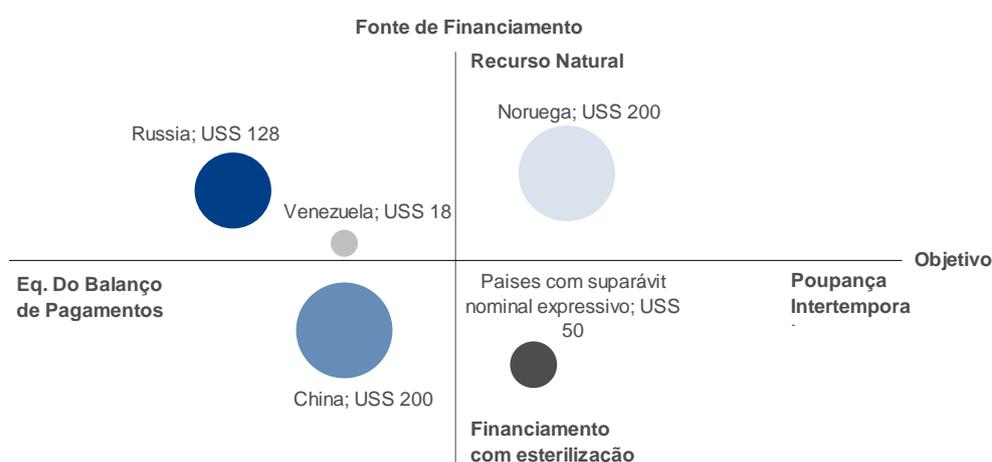
Deve-se ponderar, entretanto, que os FSR financiados por receita fiscal representam uma pequena parcela, em ativos, dos FSR (cerca de 10%), de forma que suas ações provavelmente não influenciam a economia mundial.

2.3 O aumento das reservas internacionais e os FSRs

O excesso de moeda estrangeira que financia um FSRs, não há dúvidas, advém de superávits em balanço de pagamentos (seja em conta corrente, em conta capital, ou em ambas). A famosa lei contábil das partidas dobradas prega que a todo crédito tem-se um débito correspondente; não é difícil de concluir, portanto, que os superávits originadores dos *commodity funds* e dos *non commodity funds* financiados por reservas internacionais ou fundos Soberanos de “Reserva”, têm como contrapartida déficits em algum lugar no mundo.

Gráfico 5

Fundos Soberanos de "Reservas" (em bilhões)



Fonte: Galanto Consultoria e ATIVA research

A rigor, o balanço de pagamentos sempre é contabilmente zerado. De uma maneira simplificada pode-se dividir o balanço de pagamentos em três contas, as contas corrente e capital, já mencionadas, e a conta da variação de reservas. Todo superávit registrado na conta corrente e na conta capital entra com sinal positivo nesta equação, enquanto que um aumento nas reservas entra com sinal negativo. Assim, o “superávit em balanço de pagamentos” se refere somente as primeiras duas contas; se juntas apresentam saldo positivo há aumento de reservas na mesma proporção que, por sua vez, entra com sinal negativo na equação do balanço de pagamentos, zerando-o. Então quando for mencionado o superávit ou déficit em balanço de pagamentos, estarei me referindo ao saldo das contas corrente e de capital somados.

Desequilíbrios em balanço de pagamentos (BP) afeta importantes variáveis econômicas, como o PIB, a taxa de câmbio nominal, a inflação etc. Estes dois últimos são mecanismos ajustáveis que se movem no sentido de reequilibrar as contas externas do país. De alguma forma, portanto, os fundos soberanos de riqueza e as variáveis macroeconômicas supracitadas, dentre outras, possuem alguma conexão.

As reservas internacionais mais que triplicaram de 2000 até 2007, sugerindo que alguns desequilíbrios em BP se acentuaram e outros se formaram e proporcionando um terreno bastante fértil ao crescimento dos FSRs. Entretanto, existe uma diferença marcante entre o acúmulo de reservas em países que possuem *commodity funds* e em países que possuem *non-commodity funds* financiados por reservas.

Nos países que possuem *commodity funds* o acúmulo de reservas internacionais normalmente se origina dos saldos positivos em conta corrente que a exportação da *commodity* proporciona. Tal influxo de capital estrangeiro certamente implicaria em uma apreciação cambial da moeda desse país, em reação aos seus principais parceiros comerciais, se fosse incorporado pelo mercado financeiro doméstico. Nesse caso, entretanto, como a *commodity* pertence ao governo (ou é taxada por ele), as divisas ingressam na forma de receita governamental, de forma que não são incorporadas pela economia doméstica.

Um dos argumentos macroeconômicos para os *commodity funds* é a limitação da apreciação nominal da moeda doméstica. Em países mais desenvolvidos como a Noruega, isso previne que a economia seja afetada pela denominada “doença holandesa”, que é caracterizada pela perda de competitividade dos outros setores da economia que não o exportador da *commodity* devido à apreciação cambial. Em países menos desenvolvidos como os do oriente médio cujas economias têm pouco absorção interna e que, diga-se de passagem, concentram grande parte dos FSRs, limitar a apreciação cambial é uma questão escolha intertemporal de consumo, ou seja, escolhe-se importar (consumir) menos hoje, guardando o dinheiro para o futuro.

Esse tipo de fundo também pode proporcionar estabilidade da política fiscal e do consumo doméstico por meio do comprometimento do governo de vincular parte da sua receita das exportações de *commodities* a aportes no fundo. Assim, aportes são feitos quando os preços das *commodities* estão em alta e retiradas quando os preços estão em baixa, protegendo desta forma o consumo agregado da volatilidade dos mercados de *commodities*.

O processo de acumulação de reservas dos *non-commodity funds* financiados por reservas é substancialmente diferente do dos *commodity funds* descrito acima. Os países que possuem *non-commodity funds* também apresentam consideráveis superávits em seus balanços de pagamentos, entretanto, o influxo de capital se destina ao setor privado que rapidamente o incorpora ao sistema financeiro, de forma que o acúmulo de reservas é feito através de intervenções do Banco Central (BC) no mercado de câmbio. A fim de evitar a expansão dos meios de pagamento da economia e perder o controle de sua política monetária, o BC deve esterilizar suas aquisições cambiais.

A esterilização consiste em vender os títulos do governo que o BC dispõe para fazer política cambial na mesma quantidade da aquisição de moeda estrangeira, de forma que os meios de pagamentos permaneçam constantes. Esse processo resultará em ganhos para o BC se a taxa de juros dos títulos do governo for menor que a(s) taxa(s) que remuneram a aplicação das reservas internacionais e resultará em perdas caso contrário.

A grande maioria deste tipo de FSRs se encontra em países asiáticos, em especial, China, Cingapura e Hong Kong. De acordo com o relatório do grupo McKinsey&Company intitulado “*The new power brokers*” dos cerca de US\$ 3 trilhões de incremento às reservas internacionais totais do mundo entre os anos de 2000 e 2006, US\$ 2,1 trilhões (70%) são de “responsabilidade” dos BCs asiáticos.

Os BCs asiáticos, dentre outros, possuem reservas internacionais que ultrapassam os “níveis ótimos” definidos por algumas regras, dentre elas: cobertura por meses de importação (risco de conta-corrente), cobertura por porcentagem da dívida de curto prazo ou regra de Greenspan-Guidotti (risco de liquidez) e cobertura por porcentagem do M2 e do investimento estrangeiro em carteira (risco de fuga de capitais). Como o excesso de reservas representa custo de oportunidade para esses países, além de também representar custos fiscais para alguns, um argumento a favor da criação dos FSRs é que eles buscariam maiores retornos as a essas reservas, aliviando o custo fiscal e/ou diminuindo o custo de oportunidade, permitindo assim um maior acúmulo de reservas.

Gráfico 6 Meses de Importação

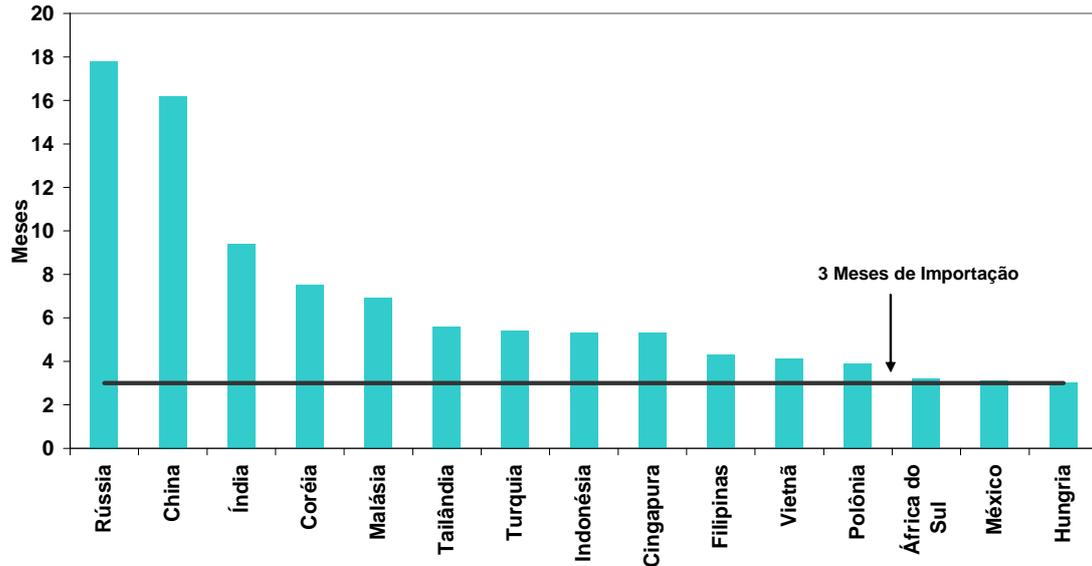


Gráfico 7 % da Dívida de Curto Prazo

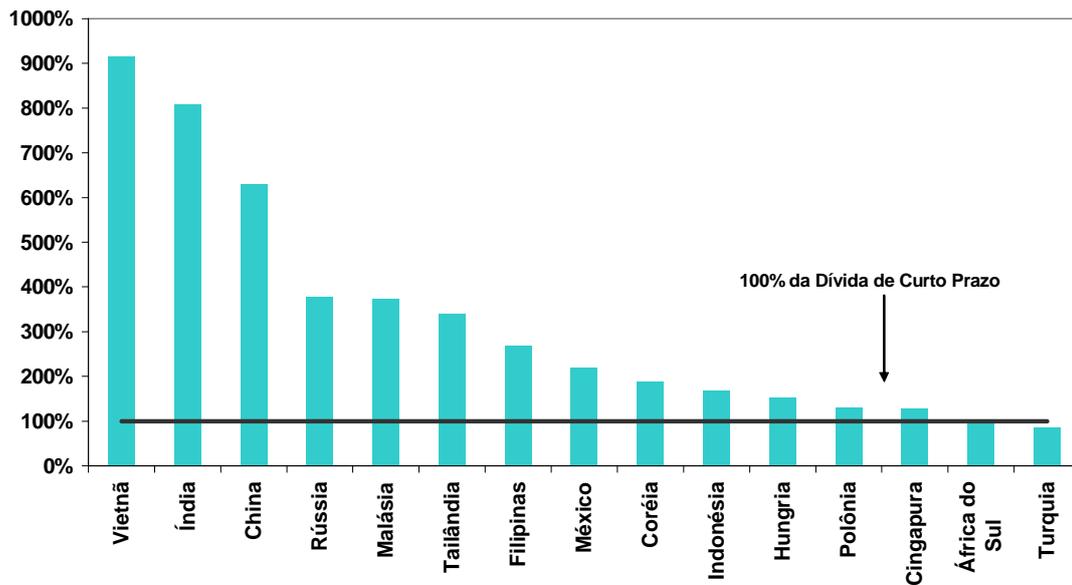
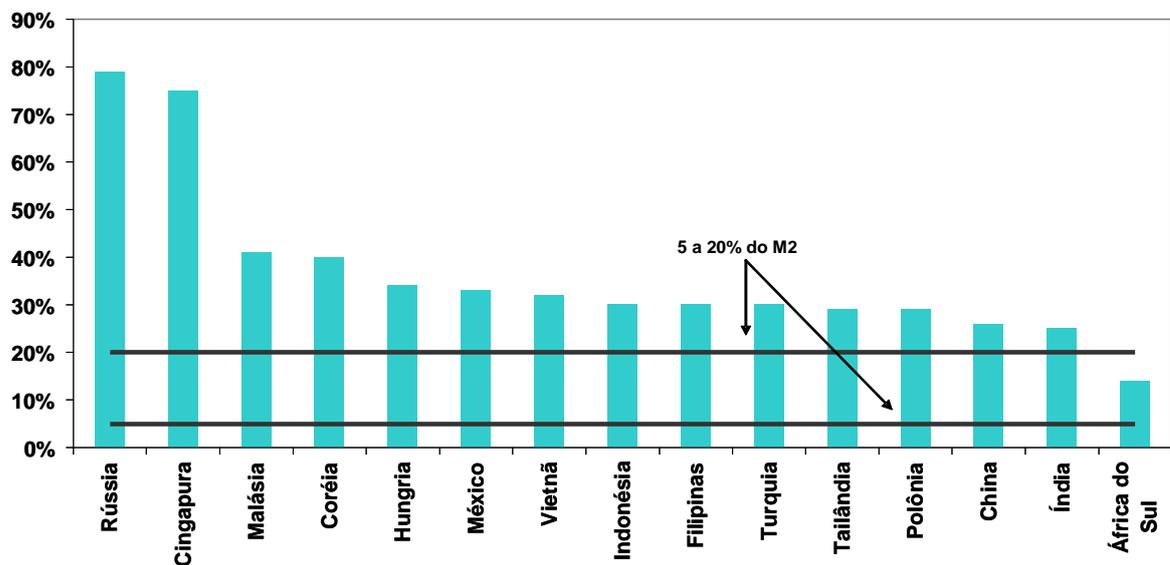


Gráfico 8 % do M2

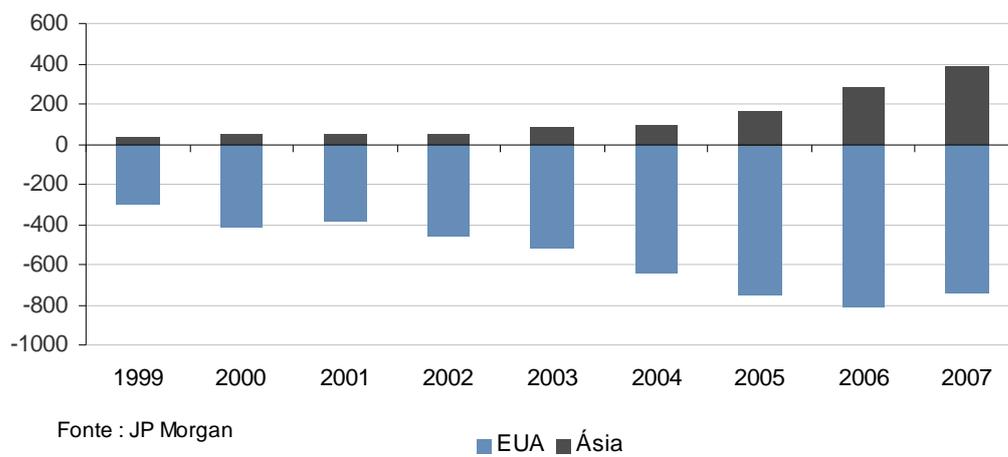


Porém, esse argumento não passa de uma simples lógica de administração financeira, não configurando assim um argumento macroeconômico. Para tanto, deve-se perguntar por que esses países estão acumulando reservas acima do que é considerado “necessário”. A resposta a essa pergunta se encontra na política cambial de controle da taxa de câmbio que é adotada por esses países.

O forte crescimento dos países asiáticos foi forjado com base no que se passou a denominar modelo asiático de crescimento, que consiste em manter a moeda desvalorizada para estimular as exportações, dentre outras coisas. Naturalmente, quando há excesso de exportações sobre as importações a moeda do país exportador tende a se apreciar para que num segundo momento as importações aumentem e o equilíbrio externo seja atingido. Entretanto, o crescimento das importações e a diminuição das exportações contribuem de forma negativa para o crescimento da economia. O acúmulo de reservas, portanto, nada mais é do que uma forma de anular o efeito corretivo da taxa de câmbio nominal, permitindo que as exportações liderem o crescimento econômico por um período maior de tempo.

Contudo, não se deve perder de vista que os superávits que garantem o acúmulo de reservas internacionais em alguns países têm sua contrapartida no déficit dos seus parceiros comerciais, que não podem ser sustentados para sempre. Muito se discute hoje a respeito do enorme déficit em conta corrente dos EUA que é apontado como uma consequência da política cambial asiática, como sugere o gráfico baixo. Depois de mais de dez anos financiando déficits americanos, as economias asiáticas, em especial a China, já dá mostras de que se a taxa de câmbio real não pode ser ajustada pelo câmbio nominal será pela inflação.

Gráfico 9 Conta Corrente - EUA vs Países Asiáticos (US\$ bilhões)



Capítulo 3 – Um FSR para o Brasil?

3.1 - A proposta

O anúncio oficial sobre a criação de um Fundo Soberano Brasileiro (FSB) feita no último dia 13 de maio pelo ministério da fazenda, propõem um FSR financiamento por receita fiscal, especificamente a parte do superávit primário que exceder a meta, emissão de títulos e “outras disponibilidades”. Segundo a apresentação oficial, os objetivos do fundo são: (i) apoiar projetos de interesse estratégico no país; (ii) ampliar a rentabilidade dos ativos financeiros do setor público (iii) formar poupança pública; (iv) estabilizar a receita fiscal através da absorção de flutuações dos ciclos econômicos que causem discrepâncias entre as receitas e despesas do governo e (v) promover a internacionalização das empresas brasileiras.

Para tanto, o FSB criará o Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização (FFIE), que será um fundo privado operado por instituição financeira federal, com contabilidade a parte da contabilidade da união. O aporte de capital neste fundo será feito através da aplicação em contas do mesmo pelo FSB. Os ativos do FFIE comporão a poupança pública, e ele será designado a absorver as flutuações do ciclo econômico. As outras aplicações do FSB serão geridas pelo Ministério da Fazenda de forma discricionária.

Todos os objetivos pretendidos pelo FSB são legítimos e alguns de importância fundamental para o desenvolvimento do país. Projetos de interesse estratégico são aqueles que têm como objetivo ampliar a capacidade produtiva do país por meio de investimentos em setores que, no futuro, possam se tornar gargalos da economia. Uma boa remuneração aos ativos do setor público é algo muito desejável no caso brasileiro, pois seu passivo é remunerado a nada menos que a maior taxa de juros mundial. A formação de poupança pública é um dos pré-requisitos para a redução dos juros no Brasil, na medida em que o setor público diminuiu a pressão na demanda interna, dissipando assim os riscos inflacionários. Os recursos públicos poupados em períodos de bom desempenho econômico podem ser muito úteis nos períodos de mau desempenho, pois os gastos governamentais nesses períodos podem ser maiores, o que ajuda a recuperar a economia, sem que haja déficit fiscal. Por último, a

internacionalização das nossas empresas é uma forma de tornar mais robusto o balanço de pagamentos, na medida em que isso amplia a participação do país na renda mundial.

Entretanto, tendo em vista o conceito de FSR apresentado nos capítulos anteriores e levando em conta as condições macroeconômicas que o Brasil vive hoje, a criação de um fundo soberano para o Brasil se torna alvo de inúmeras críticas.

3.2 – As condições macroeconômicas do Brasil.

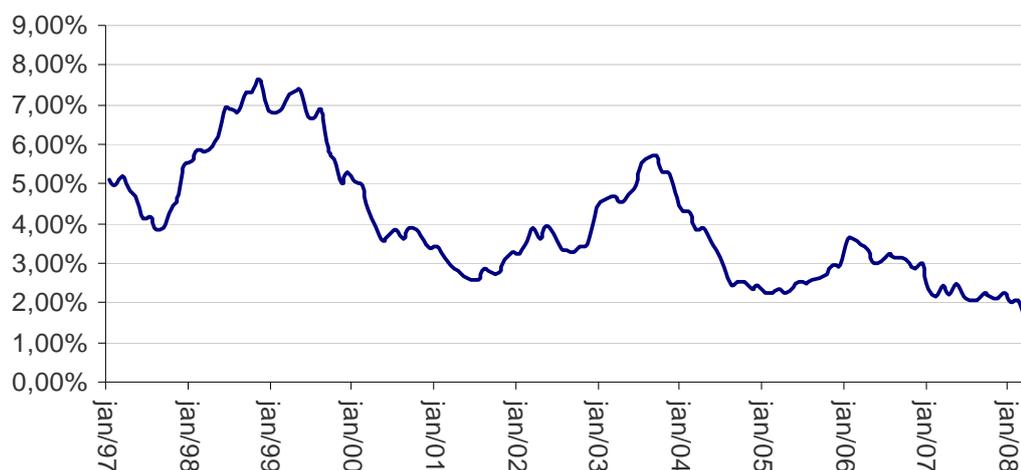
A denominação de Fundo Soberano de Riqueza pressupõe a existência de recursos excedentes na economia. Este é o caso de um país como Cingapura, que possui um nível de reservas significativo (US\$ 176 bilhões em abril de 2008) e vem apresentando, nos últimos anos, superávits em conta corrente (de 27,3% do PIB em 2007) e nominal (de 6,2% também em 2007). Qualquer argumentação a favor da criação de um FSB, portanto, deve basear-se na seguinte questão: Será que hoje o Brasil apresenta as condições macroeconômicas vistas no capítulo 2, ou seja, excesso de recursos, que justifique a criação de um FSR?

Em primeiro lugar, o país não apresenta superávit nominal que caracteriza a verdadeira poupança pública e ao invés de aproveitar o bom momento da economia, que vem proporcionando aumento significativo de arrecadação, para fazer um esforço fiscal maior e buscar um superávit nominal, o governo está aumentando também suas despesas^{IX}. Alguns fatores evidenciam a falta de vontade do governo em diminuir seus gastos, dentre eles, a articulação para se criar um imposto substituto da CPMF, a CSS (contribuição social para a saúde), que aumentaria as receitas do governo em R\$ 8 bilhões e o aumento do IOF e da CSLL que se seguiu ao fim da CPMF, outros evidenciam que a deterioração das contas fiscais, como a política industrial que exigirá uma renúncia fiscal de aproximadamente R\$21 bilhões até 2011, a redução do Pis e da Cofins da importação de trigo e a redução da CIDE para compensar o aumento da gasolina. Estes dois últimos são políticas econômicas claramente focadas em evitar o aumento de preços, segurando assim a inflação. Entretanto, num contexto de economia aquecida, é sabido que tais medidas não funcionam para conter a inflação. Somado a isso a declaração do Presidente Lula de que a população deve denunciar quem está

^{IX} Débora Oliveira e Diogo Guillén demonstram em artigo para a carta econômica Galanto da Consultoria Galanto intitulado “O resultado fiscal ajustado para o crescimento do ciclo econômico”, que dado o

aumentando preço, tem-se a sensação de que voltamos a 1986, quando existiam os “fiscais do presidente”.

Gráfico 10 NFSP (%PIB) - Fluxo acumulado em 12 meses



Fonte: BCB

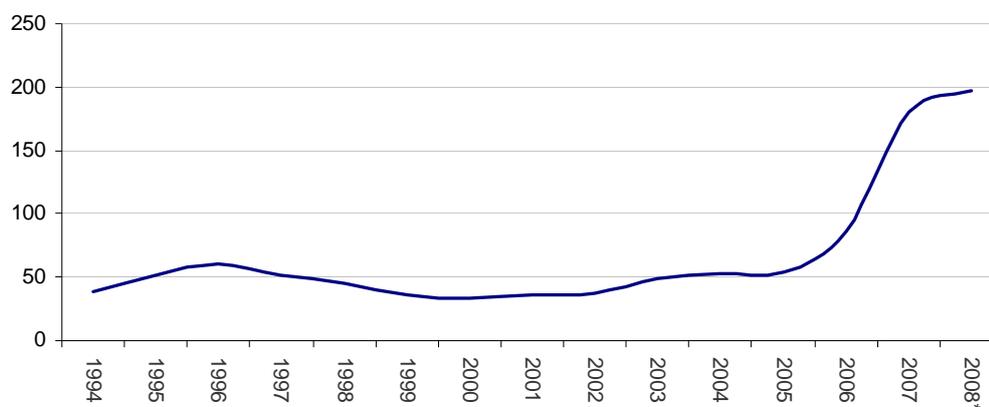
A proposta de se criar um fundo com o excesso do superávit primário pode até ter um efeito positivo se for evitado que esse montante seja usado para maiores despesas corrente do governo aumentando ainda mais a pressão sobre a demanda interna, apesar de não ter sido estabelecida uma maior meta para o superávit primário (o que corrobora com a argumentação anterior de que o governo não está disposto a aumentar seu esforço fiscal). Além disso, superávit primário não constitui verdadeiro acúmulo de riqueza da economia.

Entretanto, dependendo de como o fundo alocará os recursos a diminuição da pressão sobre a demanda interna pode não se concretizar. O financiamento de “setores estratégicos”, que são selecionados de forma discricionária pelo governo, não diminuirá a pressão sobre a demanda interna, apenas deslocará a mesma dos gastos correntes do governo para os investimentos. Já os investimentos em firmas no exterior poderão ou não diminuir a pressão sobre a demanda doméstica, isso dependerá de como essas empresas alocarão os recursos captados, no próprio exterior ou remetendo de volta ao Brasil, causando pressão do mesmo jeito.

crescimento do PIB, o esforço fiscal efetivo do governo brasileiro vem caindo, a despeito da superação da meta de superávit primário em 2007.

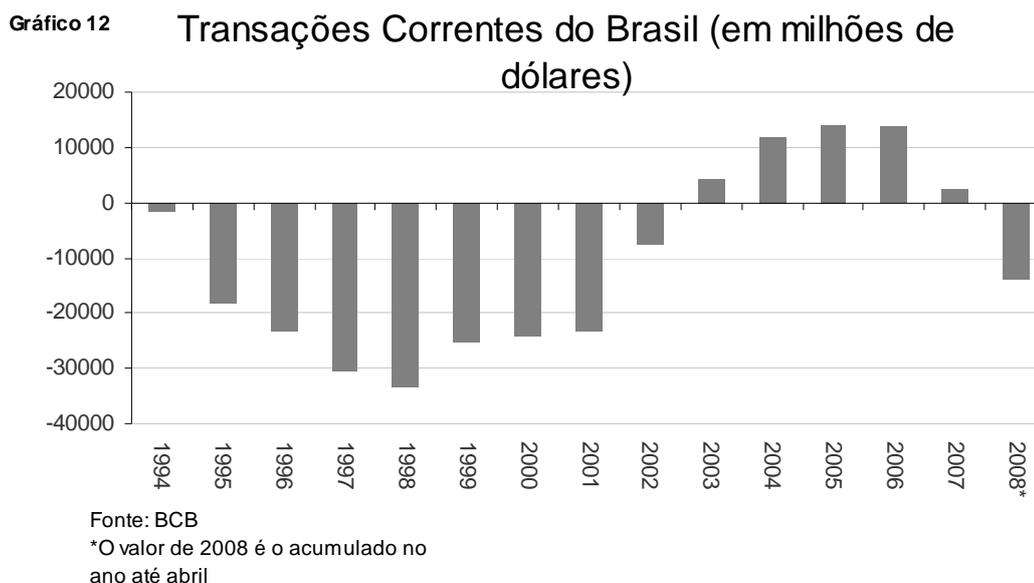
Se o Brasil não dispõem de recursos internos excedentes também não possui recursos externos excedentes que justifiquem a criação de um FSR. É verdade que o Brasil acumulou recursos excedentes durante o período em que foi superavitário em conta corrente sob a forma de elevação das suas reservas internacionais, mas hoje a posição externa já se inverteu e o país já está apresentando volumosos déficits em conta corrente. Isso é totalmente compatível com um país que vem aumentando a taxa de investimento em relação ao PIB visando o crescimento sustentável, mas não dispõem de poupança interna, então tem que recorrer à poupança externa. De acordo com Affonso Celso Pastore em seu artigo ao jornal Valor Econômico “Dois erros de política monetária” do dia 19 de maio, uma elevação de 3,5% do PIB na taxa de investimentos requer uma elevação de no mínimo 3,5% do PIB do déficit nas contas correntes. Existe uma forte correlação negativa na série histórica desses dados para o Brasil, demonstrando que historicamente o Brasil não dispõe de poupança doméstica para investir, sempre recorrendo à poupança externa.

Gráfico 11 Reservas internacionais do Brasil (em bilhões de dólares)



Fonte: BCB

*O valor de 2008 é o acumulado no ano até maio



Mais incompatível ainda com o conceito de FSR é o financiamento por emissão de dívida. Nesse caso a melhor definição para o fundo é a de Fundo Soberano de Despesa de Mônica Baumgarten de Bolle, da Galanto Consultoria, em seu artigo de comentário extra de conjuntura de 07 de maio de 2008. Não faz sentido nenhum se endividar com os maiores juros do mundo para conceder empréstimos subsidiados a empresas “premiadas”, que na maioria das vezes não precisam de tais empréstimos, como assinala Gustavo Franco em seu artigo “O cofrinho do ministro” ao jornal Folha de São Paulo:

“Seria o primeiro caso no planeta de um fundo soberano ‘alavancado’, ou seja, para o qual o governo toma dinheiro emprestado para fazer investimentos, e também o primeiro desenhado para perder dinheiro.”

Com relação às “outras disponibilidades” é menos angustiante não se fazer conjecturas sobre o que isso possa ser. Pode-se constatar, portanto que, dado o conceito de FSR, a criação de uma instituição que na prática servirá para administrar recursos excedentes é inviável no Brasil, pois o país não dispõe de excesso de recursos, seja interno ou externo.

3.3 – Um fundo compatível com o Brasil

O anúncio da criação de um fundo soberano brasileiro veio fora dos moldes que era esperado pelos economistas, que esperavam um fundo financiado por reservas internacionais, ou seja, um Fundo Soberano de Reserva. Mas será que o estabelecimento de um fundo financiado com reservas internacionais seria adequado ao Brasil?

Em primeiro lugar cabe destacar que o Brasil, diferentemente da China, cuja baixa taxa de juros faz com que a esterilização se torne um bom negócio financeiro, incorre em custos fiscais no processo de esterilização. Um argumento válido, o único talvez, para a criação de um FSR nessas bases seria a busca de maiores retornos para as reservas já existentes para aliviar um pouco o custo dessas reservas. Assim o fundo se originaria simplesmente da transferência das reservas internacionais do Banco Central ao novo fundo. Esse novo fundo, que poderia ser uma subsidiária do BC no exterior, por sua vez passaria a gerenciar os ativos sob uma ótica de risco-retorno.

Outro motivo para a criação de um fundo soberano de reserva para o Brasil, menos digno de atenção, seria para conter a apreciação cambial. Trata-se da mesma lógica descrita no capítulo dois, aonde vimos que o processo de acumulação de reservas visa manter o câmbio subvalorizado e os FSRs são utilizados para reduzir ambos, o custo de oportunidade de se manter as reservas em ativos sem risco e o custo fiscal. Porém tal argumento não se enquadra no discurso pró-câmbio flutuante do governo e não se pode garantir *a priori* que os benefícios superarão os custos. Ademais esse tipo de fundo também não se configura como um fundo de riqueza.

Pode-se concluir que o Brasil não apresenta os fundamentos macroeconômicos que justifiquem a criação de um FSR. O país precisa de uma reforma fiscal que transforme o governo em uma instituição superavitária, que possibilite a queda dos juros nominais. Desse modo o FSR poderia vir via poupança pública ou acumulação de reservas, na medida em que o custo da esterilização cairia juntamente com o s juros domésticos. A outra maneira do Brasil ter condições de criar um FSR seria novas descobertas de gigantescos poços de petróleo pela Petrobras, configurando uma verdadeira riqueza nacional. Nada tão mirabolante para um governo que tem dado tanta sorte na área econômica.

Conclusão

Apesar de já terem alcançado a sua meia idade, os FSRs só passaram a existir *de facto* de uns poucos anos pra cá. Isso por que em um curto espaço de tempo, 7 ou 8 anos, os ativos que essas instituições gerenciam aumentou de forma muito acelerada. Tal acumulação de ativos é fruto de uma mudança da economia global, que observa atonitadamente os preços das *commodities* alcançarem os patamares mais altos da história. O advento das economias emergentes superavitárias também contribui de forma significativa para a redistribuição de riqueza e o acúmulo da mesma por parte de países que, em alguns casos, nunca a possuíram.

Sem dúvidas os FSRs ainda terão muitas histórias para contar. O crescimento, em valor, desses veículos estatais deve continuar e a pressão por maior transparência também, na mesma proporção. Os FSRs são grandes candidatos a se estabelecerem no mercado financeiro internacional como supridores de liquidez, como pudemos observar com a crise bancária norte americana. Entretanto, alguns países receptores de seus recursos muitas vezes demonstram receio para com suas atividades, temendo pelos interesses políticos que possam existir por detrás das ações dos FSRs, ou até mesmo temendo pela segurança nacional. Por isso a necessidade de um maior *disclosure*, para que os FSRs possam se firmar como supridores de liquidez, e alguns deles parecem já ter entendido isso.

Para as suas respectivas economias, os FSRs podem funcionar como uma ferramenta útil para se fazer política econômica, seja direcionando investimentos aos setores essenciais para o desenvolvimento econômico ou intervindo no mercado cambial para não perder competitividade no mercado externo ou podem funcionar como um mecanismo de transmissão intertemporal de recursos. Nesses dois casos, o excesso de recursos está sendo usado para garantir um futuro melhor a essas nações. Isso também seria muito bom para o Brasil, mas antes é preciso que se gere os recursos excedentes, que hoje não existem.

Bibliografia

- SOFIELD, Trevor H.B. *Outside the Net: Kiribati and the Knowledge Economy*. Western Australia: Murdoch University, 2002. Disponível em: <<http://jcmc.indiana.edu/vol7/issue2/sofield.html#Macro>> Acesso em: 13 mar. 2008.
- PURFIELD, Catriona. *Managing Revenue Volatility in a Small Island Economy: The case of Kiribati*. IMF: 2005. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05154.pdf>> Acesso em: 10 mar. 2008.
- MCCORMICK, David H. *Under Secretary for International Affairs David H. McCormick Testimony before the Joint Economic Committee*. Estados Unidos: IMF, 2008, 5 pag. Disponível em: <<http://www.treas.gov/press/releases/hp823.htm>> Acesso em 25 mar. 2008.
- LOWERY, Clay. *Remarks by Acting Under Secretary for International Affairs Clay Lowery on Sovereign Wealth Funds and International Financial System*. Estado Unidos: IMF 2007, 5 pag. Disponível em: <<http://www.treas.gov/press/releases/hp471.htm>>> Acesso em 25 mar.2008.
- GERENCIANDO FLUXOS EXTERNOS: O PAPEL DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA. Rio de Janeiro: Carta Econômica Galanto, nº95 outubro 2007.
- THE INVASION OF SOVERIGN WEALTH FUNDS. Londres: Revista The Economist January, 19TH - 25TH 2008.
- ASSET-BACKED INSECURITY. Londres: Revista The economist, January 19TH - 25TH 2008.
- THE BRAVE NEW WORLD OF STATE CAPITALISM. Estados Unidos: Financial Times, 16 de outubro de 2007.
- GREEN R.; TORGERSON T. *Are high foreign exchange reserves in emerging markets a blessing or a burden?* Estados Unidos, departamento do tesouro americano 2007.

- BERNANKE B. *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Déficit*. Homer Jones Lecture. FED St. Louis. Abr. 2005.
- KRUGMAN, Paul.; OBTSFELD, Maurice. *Economia internacional: Contabilidade nacional e balanço de pagamentos*. Traduzido por Eliezer Martins Diniz. 6.ed. São Paulo: Pearson, 2005.
- KRUGMAN, Paul.; OBTSFELD, Maurice. *Economia internacional: Taxas de câmbio; o mercado de câmbio: um enfoque de ativos*. Traduzido por Eliezer Martins Diniz. 6.ed. São Paulo: Pearson, 2005.
- KRUGMAN, Paul.; OBTSFELD, Maurice. *Economia internacional: Moedas, taxas de juros e taxas de câmbio*. Traduzido por Eliezer Martins Diniz. 6.ed. São Paulo: Pearson, 2005.
- KRUGMAN, Paul.; OBTSFELD, Maurice. *Economia internacional: Taxas de câmbio fixas e intervenção no câmbio*. Traduzido Eliezer Martins Diniz. 6.ed. São Paulo: Pearson, 2005.
- MISHIKIN, Frederic.S. *Moedas Bancos e Mercados Financeiros: O Sistema Financeiro Internacional*. Traduzido por Christine Pinto Ferreira Stuard. 5. ed. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora, 2000.
- O'NEILL, Jim; NIELSEN, Erik F.; BAHAJ, Saleem. *In defence of Sovereign Wealth Funds*. Goldman Sachs - Global economic Paper n° 167, 2008.
- FERNANDEZ, David G; ESCHWEILER, Bernhard. *Sovereign Wealth Funds:A Bottom-up Primer*. JP Morgan Chase – Global Issues, 2008.
- FARRELL, Diana et al. *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are Shaping the Global Capital Market*. McKinsey Global Institute, 2007.
- FRANCO, Gustavo H.B. *O cofrinho do ministro*. Folha de São Paulo Opinião. São Paulo n.1, maio 2008.
- PASTORE, Affonso Celso. *Dois erros de política monetária*. Valor Econômico. Maio, 2008.
- GOLDFAJN, Illan. *Cofrinho e poupança*. OESP. Maio,2008.