

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

Fundos Soberanos: experiência internacional e lições para o Brasil

Leonardo Soares de Moura

Matrícula: 212451

Orientador: Marco Cavalcanti

20 de julho de 2008

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

Fundos Soberanos: experiência internacional e lições para o Brasil

Leonardo Soares de Moura

Matrícula: 212451

Orientador: Marco Cavalcanti

“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.”

20 de julho de 2008

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

AGRADECIMENTOS

“Agradeço ao meu orientador, Marco Cavalcanti, minha família, amigos e especialmente à Marina, para que este trabalho fosse concluído”

Índice

Introdução.....	6
Fundo de riqueza soberano.....	9
Fundo soberano brasileiro.....	13
Lições internacionais: modelos chileno e russo.....	19
Conclusão.....	26
Bibliografia.....	29

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Evolução das reservas internacionais brasileiras.....	6
Gráfico 2: Reservas internacionais dos mercados emergentes.....	11
Gráfico 3: Evolução do superávit primário do Brasil.....	13
Gráfico 4: Transações correntes e balanço comercial.....	17
Gráfico 5: Dívida fiscal do Brasil.....	17
Gráfico 6: Dívida fiscal do Chile.....	21
Gráfico 7: Receita, gasto, dívida pelo PIB.....	21
Gráfico 8: Composição e tamanho do fundo soberano russo.....	23
Gráfico 9: Receita, gasto, dívida pelo PIB.....	24
Gráfico 10: Dívida fiscal da Rússia.....	25

Índice de Tabela

Tabela 1: Os 10 maiores SWFs.....	12
-----------------------------------	----

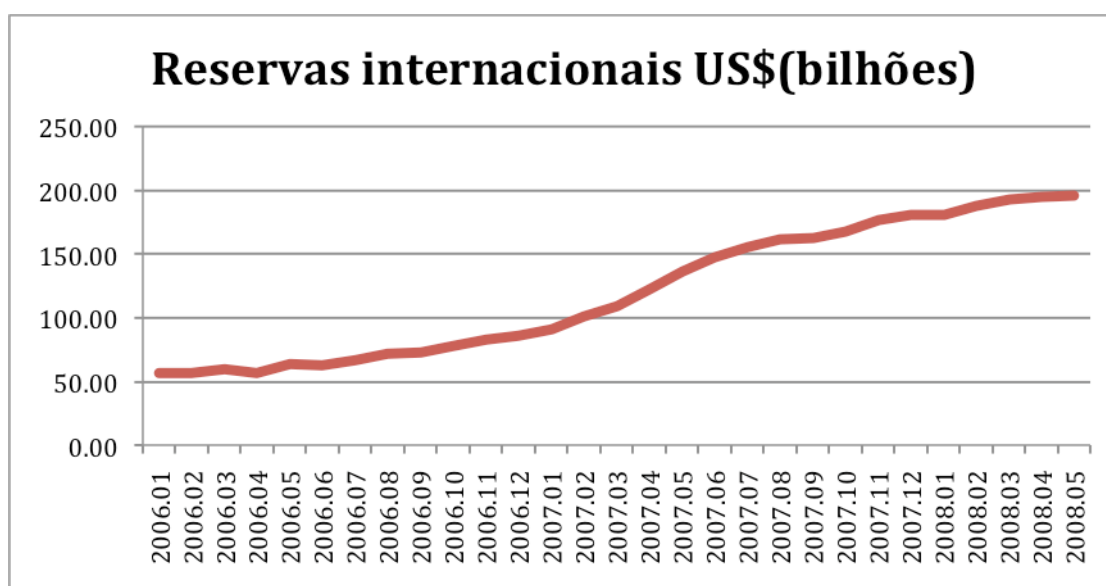
Introdução

Reservas internacionais são definidas como o total de moeda estrangeira mantida pelo Banco Central disponível para uso imediato. Essas reservas são utilizadas para cobrir eventuais momentos deficitários, saída de divisas, ou mesmo para evitar ataques especulativos à moeda.

O Brasil vem acumulando reservas graças ao superávit do balanço de pagamentos, hoje apresentando algo próximo de US\$ 200 bilhões (Gráfico 1), permitindo maior entrada de dólares do que saída. Esse superávit ocorre por diversos motivos, mas principalmente em decorrência do superávit na balança comercial e na conta financeira.

O nível de reservas internacionais brasileiras em 2006 passou de aproximadamente US\$ 86 bilhões para US\$ 180 bilhões ao final de 2007, de acordo com o relatório de março de 2008 do Banco Central Brasileiro (BACEN).

Gráfico 1



Fonte: IPEA DATA

Esse resultado pode ter sido impulsionado pela alta nos preços das *commodities* e do barril de petróleo, além da forte entrada de capitais externos.

Sendo assim, podemos observar diversos reflexos em nossa economia, como a valorização do Real frente ao Dólar, aumento da inflação impulsionada pela alta nos preços dos alimentos, entre outros.

Frente a esse cenário, países de economias baseadas em exportação adotaram o fundo soberano como uma forma de administrar melhor seu excesso de reserva. Buscaram investir dentro e fora do país objetivando um maior retorno, tendo como maior foco os setores financeiros, de telecomunicações e transportes.

Esta saída tem tido muito sucesso. O fundo GIC (The Government of Singapore Investment Corporation) pode ser citado como exemplo desse sucesso. Formado em 1981 com patrimônio de um pouco mais de US\$ 100 bilhões, este conseguiu uma média de retorno de 9,5% a.a., bem acima do retorno caso fosse aplicado no Tesouro Norte-Americano. (Brummitt e Devlin, 2007)

Outras conseqüências favoráveis também surgiram, como a diminuição do risco no mercado financeiro que funciona semelhante a um *hedge fund*, com um perfil de investimento ao longo prazo. Os governos que adotaram essa prática conseguiram também estimular determinados setores da economia, pois injetaram capital diretamente no setor desejado. (Id. Ibidem)

Observando o fato recente a respeito do aumento das reservas internacionais brasileiras, podemos refletir sobre um aspecto importante: estamos em um nível ótimo de reservas?

Segundo Cavalcanti e Vonbun (2007), o Brasil se encontra acima do nível ótimo de reservas. Isso significa que há reservas suficientes para conter eventuais saídas de divisas e ataques especulativos. Seguindo esse raciocínio cabe então analisar a melhor forma de alocar esses recursos e o custo em manter tais reservas nesse nível.

A partir da experiência internacional, basicamente iniciada na década de 80, temos a criação de fundos soberanos como mecanismos para diminuir esses custos.

Esses fundos foram criados originalmente para as finalidades de estabilizar rendimentos fiscais, transferências intergeracionais da riqueza, ou como contrapeso da esterilização da balança de pagamentos. Entretanto, dado o cenário mundial da alta nos preços das *commodities*, muitos fundos soberanos passaram a ter como finalidade gerir

os recursos de maneira a otimizá-los a fim de obter um melhor retorno daquilo que antes era geralmente aplicado em Tesouro Norte-Americano. (Brummitt e Devlin, 2007)

Ao longo deste trabalho pretende-se analisar e refletir a respeito da criação do fundo soberano brasileiro com base na experiência internacional, bem como as conseqüências de sua implementação e as precauções a serem tomadas. Pretende-se, dentre os objetivos do trabalho, discutir os prós e contras de fundos soberanos a fim de analisar sua possível desejabilidade para o Brasil.

Fundos Soberanos de Riqueza

Fundos soberanos de riqueza (SWFs) são fundos governamentais de investimento com diversas finalidades no cenário macroeconômico. Geralmente formados através da acumulação de reservas internacionais aplicadas em investimentos à longo prazo. Estes investimentos podem vir a ser realizados em seu próprio país ou fora dele. (PORTMAN, 2008)

Diversos SWFs estão estabelecidos no cenário internacional há décadas como por exemplo os fundos do Kuwait, Abu Dhabi e Cingapura. Com a alta dos preços do petróleo e das *commodities* esses tipos de fundos estão crescendo e se espalhando por todo o mundo em grande velocidade. (Brummitt e Devlin, 2007)

São cinco os tipos de SWFs. Trata-se de um grupo heterogêneo que pode servir para diversos propósitos: (i) fundos de estabilização, *stabilization funds*, onde o objetivo primário é proteger a economia da variação dos preço das *commodities*; (ii) fundos de poupança, *savings funds*, para futuras gerações, convertendo recursos não renováveis em um maior portfólio; (iii) fundo de investimento corporativo, *reserve investment corporations*, onde os recursos continuam a ser considerados reservas e seu principal objetivo é aumentar os retornos das reservas; (iv) fundos de desenvolvimento, *development funds*, apoiar projetos sócio-econômicos ou promover políticas industriais; (v) fundos de pensão contingente, *contingent pension reserve funds*, disponibiliza recursos para viabilizar fundos de pensão governamentais. (FMI, 2008)

SWFs possuem objetivos e propósitos que podem mudar ao longo do tempo. Fundos de estabilização foram transformados em fundos com objetivo de poupança, aproveitando o acúmulo excessivo de reservas. Cada tipo de SWFs implica em horizontes de investimentos diferentes além do risco/retorno de cada um. Enquanto fundos de estabilização se dedicam a manter a liquidez e possuem horizontes de investimentos menores, os fundos voltados à poupança possuem menor liquidez e um horizonte de investimento maior. (Id. Ibidem)

Um dos motivos para a formação de um SWFs é estabelecer uma melhor administração da balança de pagamentos, garantindo uma estratégia que acompanha as diretrizes da política econômica estabelecida.

Temos que um SWFs de caráter estabilizador, irá trabalhar com investimentos de curto e médio prazo e será mais conservador em sua estratégia de alocação de recursos. Já os fundos com objetivos a longo prazo irão buscar investimentos de altos retornos e riscos. SWFs com objetivos *hedge*, trabalham de forma a buscar investimentos com correlação negativa ao seu principal produto exportador, se protegendo de choques de preço e demanda. (Butt, Shivdasani, Standevad, Wyman, 2007)

Quando os SWFs possuem múltiplos objetivos é onde a situação pode ser tornar mais preocupante, especialmente quando estes objetivos entram em conflito entre si. Tendo em vista esse fato, é extremamente importante uma coordenação entre o governo e as autoridades monetárias. (Ib. Ibidem)

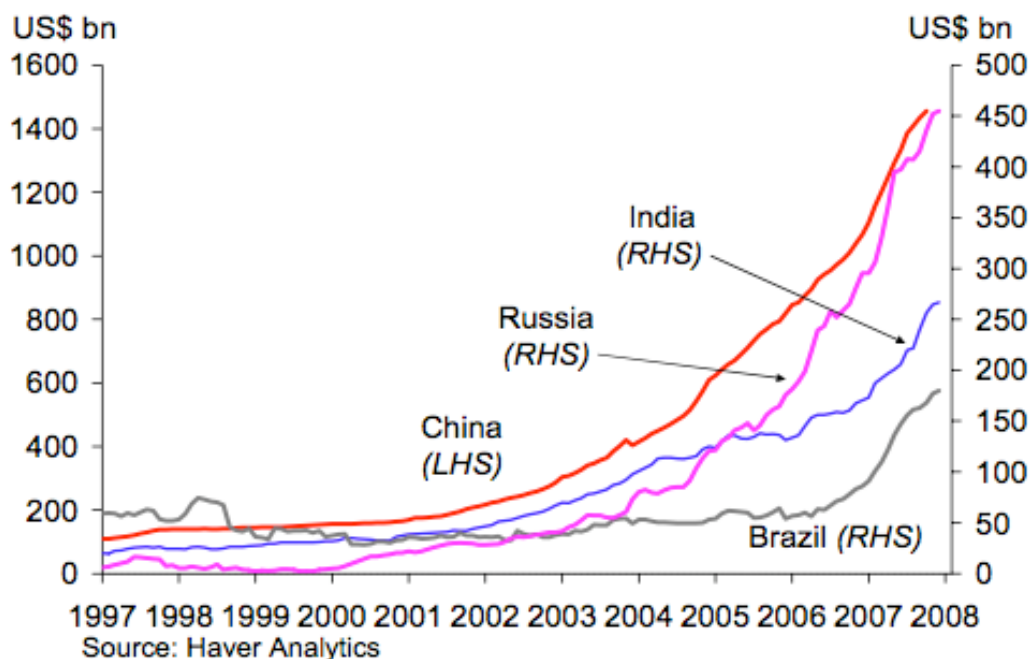
Os benefícios resultantes da formação de um SWFs para a nação de origem são diversos. A transferência intergeracional de riqueza não renovável e a diminuição da exposição ao risco de uma mudança de preço das *commodities* são um exemplo desses benefícios. A diversificação do portfólio reduz o risco do banco central além de diminuir o custo de manter as reservas. Para economias com reservas excessivas, a diversificação dos investimentos resulta em um aumento na liquidez do mercado, principalmente em momentos de crise mundial. (Lyons e Chartered, 2007)

O crescimento dos SWFs vem levantado questões. A transparência, tamanho, estratégia e motivação política são os principais temas que preocupam autoridades internacionais. A forma como poderão ser afetados os países receptores de tais investimentos, principalmente aqueles dotados de economia considerada fraca, é motivo de preocupação para agentes internacionais. O crescimento do protecionismo restringindo os investimentos realizados pelos SWFs que vêm a encarecer as operações, desequilibrando assim o fluxo de capital internacional, é a resposta dos países que adotaram SWFs.

A alto nos preços de petróleo desde de 2002 fez com que economias emergentes como Rússia, Brasil e muitos países do Oriente Médio (Gráfico 2) acumulassem excessivamente reservas internacionais, muito além do necessário para uso diário, como proteger o câmbio e também garantir diferenças nas contas de capital e balança de pagamentos. (Portman, 2008)

Gráfico 2

Emerging Markets: Foreign exchange reserves



A entrada de um novo tipo de ativo poderá atrair novos profissionais à área. Estes irão trabalhar de modo a melhor compreender o investimento, diminuindo o risco existente no mercado. De forma acertada, poderá até melhorar a transparência e a contabilidade do Estado, buscando um maior retorno com menor risco e reduzindo o custo oportunidade de manter as reservas internacionais em estado de espera. (FMI, 2008)

Na política fiscal, os SWFs podem exercer papéis importantes. Com enfoque em uma política fiscal de estabilização e/ou na forma de poupança para transferência intergeracional de recurso, os SWFs se mostra mais uma ferramenta para que os governos possam administrar suas políticas macroeconômicas. (Id. Ibidem)

O risco de uma política fiscal através de SWFs pode ser dado devido a má gestão do fundo, resultando em perdas tanto no âmbito de estabilização como para transferência de recursos intergeracionais, implicando em uma diminuição de eficiência, pois levará os fundos a terem cada vez menos transparência na alocação de seus recursos. (Id. Ibidem)

Na política monetária, os SWFs podem afetar a taxa de câmbio de acordo com a fluxo de capitais e repatriando os retornos que envolvam a moeda local. Dessa maneira a estratégia para o investimento, doméstico ou internacional, deve ser cuidadosa, provavelmente requerendo atenção e coordenação com as autoridades monetárias locais. (Id. Ibidem)

Recentes observações mostram que SWFs realmente possuem um poder de estabilização dos mercados, principalmente em épocas de crise. SWFs do leste da Ásia e do Oriente Médio funcionaram eficientemente contra a recente crise global, facilitando a reposição do capital dos principais bancos, contendo, dessa forma, um maior impacto no mercado de crédito. Esse cenário comprovou a eficiência dos SWFs em momentos de crise, mas em outras circunstâncias pode não obter o mesmo sucesso. (Das, 2008))

A importância dos SWFs no contexto global é crescente. Cada vez mais estes aumentam suas participações na economia mundial. A estimativa é de um crescimento de 1 trilhão de dólares por ano, alcançado hoje algo em torno de US\$ 5,1 trilhões, onde US\$ 3,2 trilhões estão concentrados nos dez maiores SWFs. (Tabela 1)

Tabela 1

Selected Countries	Sovereign Wealth Fund(s)	Est AuM (US\$bn)	Source
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority	1,000	Oil
Norway	Government Pension Fund	350	Oil
China (People's Republic)	CIC; Central Hujin Investment Corp.; SAFE Investment Corp.	500	Domestic savings
Hong Kong SAR	HKMA Investment Portfolio	150	Domestic savings
Singapore	GIC, Temasek	450	Domestic savings
Kuwait	Kuwait Investment Authority	300	Oil
Russian Federation	Oil Stabilisation Fund	160	Oil
Saudi Arabia	Various government funds ¹	300	Oil
Total		US\$3,200	

Fonte: National Authorities; IMF, 2007; PIMCO, 2007; OECD, 2008; Dresdner Kleinwort Research estimates

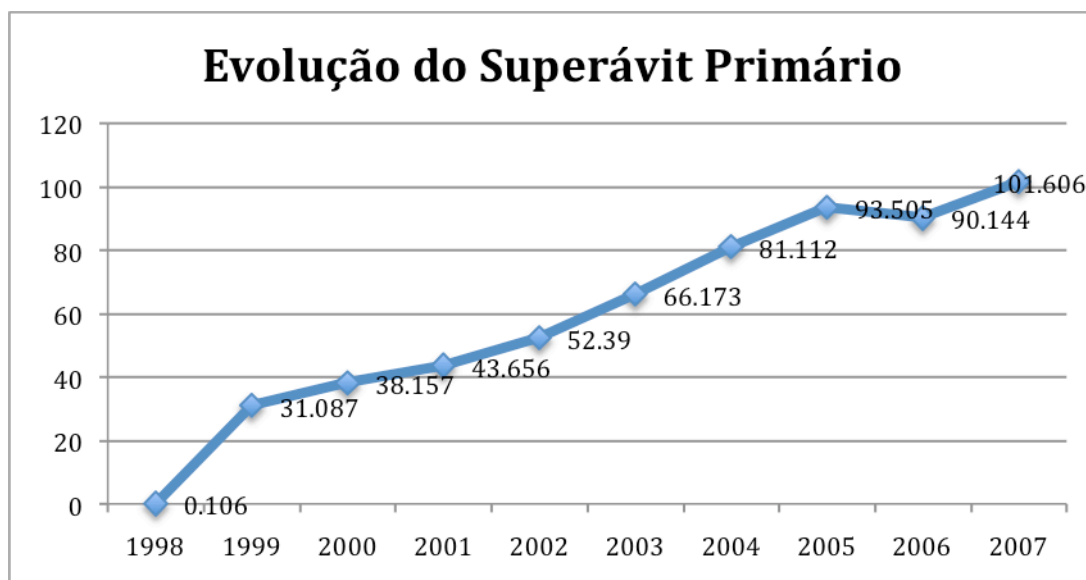
O Fundo Soberano do Brasil

Aproveitando o anúncio do Ministério da Fazenda referente a base para a implementação do fundo soberano brasileiro (FSB), este capítulo pretende abordar as semelhanças do FSB com os fundos soberanos já existentes, procurando analisá-las bem como também apontar os erros e acertos entre eles.

Reconhecendo que os modelos que serviram de inspiração para o FSB veio dos modelos chilenos e russos, o Brasil se sente na capacidade de se tornar o 36º país no mundo a formar um fundo soberano.

O Ministro da Fazenda, Guido Mantega (2008), definiu o FSB com “duas pernas”: (i) o Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (FFIE), que vai abrigar o excedente do superávit primário (receita menos gasto, sem pagamento de juros), meta que passou de 3,8% para 4,3% do Produto Interno Bruto (PIB) poupando cerca de R\$ 13 bilhões a mais destinadas ao fundo; e (ii) uma “perna” financeira, mediante à qual o Tesouro Nacional, gestor do FSB, emitirá títulos da dívida pública e os Reais captados serão utilizados para comprar Dólares no mercado doméstico, com o destino de comprar de ativos no mercado internacional. (O Globo, 31 de março de 2008)

Gráfico 3



Fonte: Banco Central

O FSB será administrado por um conselho deliberativo que definirá forma, prazo e natureza dos investimentos, tal como uma empresa estatal. O congresso

receberá semestralmente um relatório de desempenho do fundo. Não há definido, ainda, um valor inicial ao FSB.

O FFIE - uma das “pernas”do FSB - será privado, operando por instituição financeira federal, mas terá o governo como único cotista, seu patrimônio separado da União e subordinado à direitos e obrigações próprias. (Valor Econômico, 14 de maio de 2008)

Os objetivos do FFIE serão formar poupança pública a partir do excedente do superávit primário e absorver flutuações dos ciclos econômicos, tornando-o com caráter anticíclico. Ele não poderá comprar papéis de empresas privadas, mas terá autorização para comprar papéis de empresas públicas lançados no exterior. (Id. Ibidem)

Por ser um importante instrumento de caráter anticíclico de política econômica, o FSB tem a função de poupar mais em períodos de forte expansão da economia e de arrecadação do governo para garantir superávit das contas publicas em períodos de recessão da economia, permitindo ao governo manter seus investimentos ao invés de cortar gastos para cumprir metas fiscais.

No viés fiscal, o fundo tem como função combater a inflação. Desta forma, com o aumento do superávit direcionado ao fundo, a vantagem seria do governo em não se comprometer a cortar gastos na mesma proporção, como seria pela elevação clássica da meta. Evitando ter que cortar R\$ 13 bilhões do orçamento, ou admitindo ter R\$ 13 bilhões a mais na receita, dificultando a justificativa de novos impostos e contribuições. (O Globo, 31 de maio de 2008)

O subsídio à empresas brasileiras no exterior também é previsto na formação do FSB. Aumentando ainda mais a capacidade de financiamento junto ao BNDES, além da possibilidade de comprar debêntures do BNDES no exterior como opção de investimento. (Valor Econômico, 14 de maio de 2008)

Outros objetivos também podem ser explorados. O FSB poderá atuar como o Eximbank americano, financiando compradores de produtos brasileiros, reforçando interesses estratégicos em âmbito internacional. (O Globo, 14 de maio de 2008)

No aspecto cambial, o FSB vai enxugar dólares do mercado e destinar esses recursos a aplicações mais rentáveis que as de perfil conservador das reservas internacionais administradas pelo Banco Central.

Os critérios e parâmetros de investimento do FSB são: os projetos aprovados pelo conselho deliberativo devem ter rentabilidade mínima equivalente à taxa Libor, prestando contas semestralmente ao Congresso sobre o uso dos recursos.

Com as premissas do FSB definidas, deve-se agora observar os indicadores macroeconômicos da economia brasileira como o superávit primário e de conta corrente, reservas internacionais, além do déficit fiscal nominal para analisar a viabilidade da implementação do fundo.

Com as reservas internacionais próximas de US\$ 200 bilhões, devido à implementação do programa de acúmulo de reservas em 2004, o Brasil incorre em custo de manutenção de reservas próximo de R\$ 33 bilhões por ano, um pouco mais de 1% do PIB. Isso acontece pois o custo de carregamento de reservas é a diferença entre o custo de captação do Tesouro Nacional que pode ser representada pela taxa Selic - hoje em 12,25% ao ano - e a remuneração dos ativos aplicados no mercado internacional, cuja referencia é a taxa básica americana, em 2% ao ano. (Valor Econômico, 10 de junho de 2008)

Esse acúmulo possibilitou ao Brasil quitar dívidas como a com FMI e o Clube de Paris, mas esbarra com o problema do custo de manutenção. Segundo o BACEN, o que vale é a percepção do risco. Assim a autoridade monetária suspende a compra de dólares quando a piora na percepção do risco fiscal supera os ganhos gerados pela redução da vulnerabilidade externa. (Id. Ibidem)

Esse papel de compra de dólares em dias de menor liquidez para reduzir a volatilidade no mercado de câmbio, poderá ser desempenhado com melhor performance pelo fundo soberano. Por mais que não seja sua função primordial, quando voltado como ferramenta para dar consistência à política fiscal no longo prazo e não como instrumento de política cambial, dará melhor destino a esses recursos.

O Banco de Compensações Internacionais (BIS) vê a criação de fundos soberanos como “possíveis remédios” para economias emergentes reduzirem a volatilidade de suas crescentes reservas internacionais. O Brasil lidera o ranking dos

países com maior custo financeiro na manutenção das reservas. (Valor Econômico, 9 de junho de 2008))

A exceção da China e outros poucos países, com juros internos baixíssimos e moeda desvalorizada, os demais incorrem em custos de manutenção altos, pois preferem aplicar suas reservas em títulos de curtíssimo prazo, com menor risco, mas também remuneração mais baixa, a fim de serem usados rapidamente e conter eventuais crises cambiais.

Com bases em carteiras hipotéticas de reservas de 12 emergentes no período 1999-2007, o BIS concluiu que a diversificação das reservas para ativos mais arriscados - como ações e títulos mais longos - poderia dar um retorno adicional entre 0,4% e 1,2% com alta apenas ligeira da volatilidade. Mas em termos de PIB o impacto é insignificante. O custo financeiro das reservas declinaria apenas marginalmente, em 0,1% no Brasil. (Valor Econômico, 9 de junho de 2008)

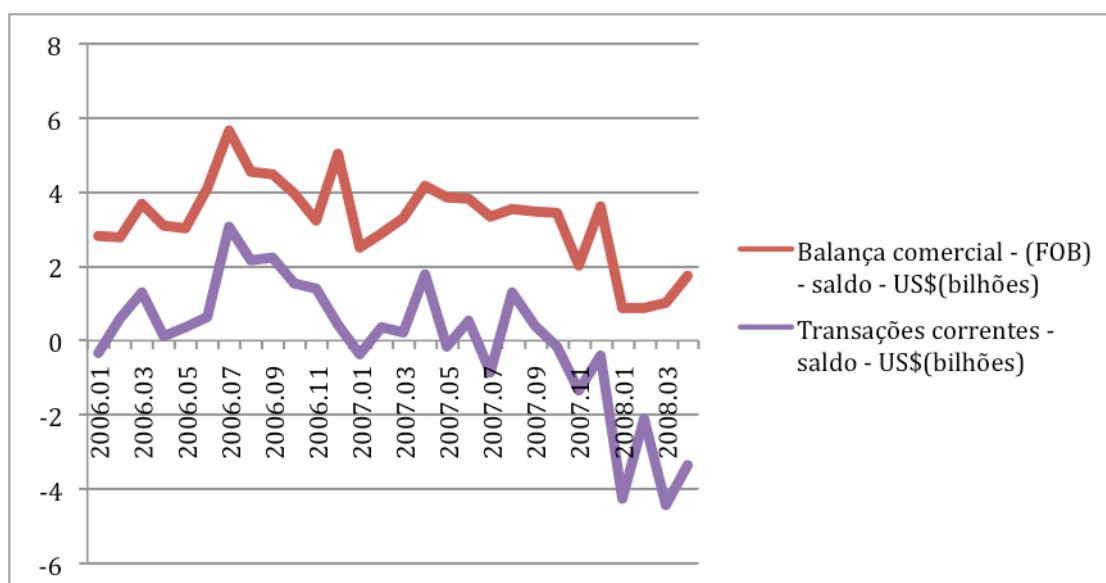
Dessa forma o BIS aconselha a transferência de ativos mais arriscados para os fundos de estabilização ou fundos soberanos com mandatos diferente na gestão das reservas internacionais, assim reduzindo a volatilidade desse capital.

Ao analisarmos dados recentes do superávit na conta corrente do balanço de pagamentos brasileira, percebe-se um déficit crescente. O cenário de 2007 terminando o ano com superávit de US\$ 3,5 bilhões não se manteve.

Em abril a balança de pagamentos apresentou um déficit em conta corrente de US 3,31 bilhões. Há um ano atrás, a conta corrente foi superavitária em US\$ 1,8 bilhão, e em 12 meses acumula um déficit de US\$ 14,6 bilhões, próximo a 1% do PIB. Mas, apenas, de janeiro a abril o déficit acumulado é de US\$ 14 bilhões, onde no mesmo período em 2007 foi positivo em US\$ 2 bilhões.

Apesar do déficit nas transações correntes, o balanço de pagamentos como um todo registrou superávit de US\$ 4,3 bilhões em abril.

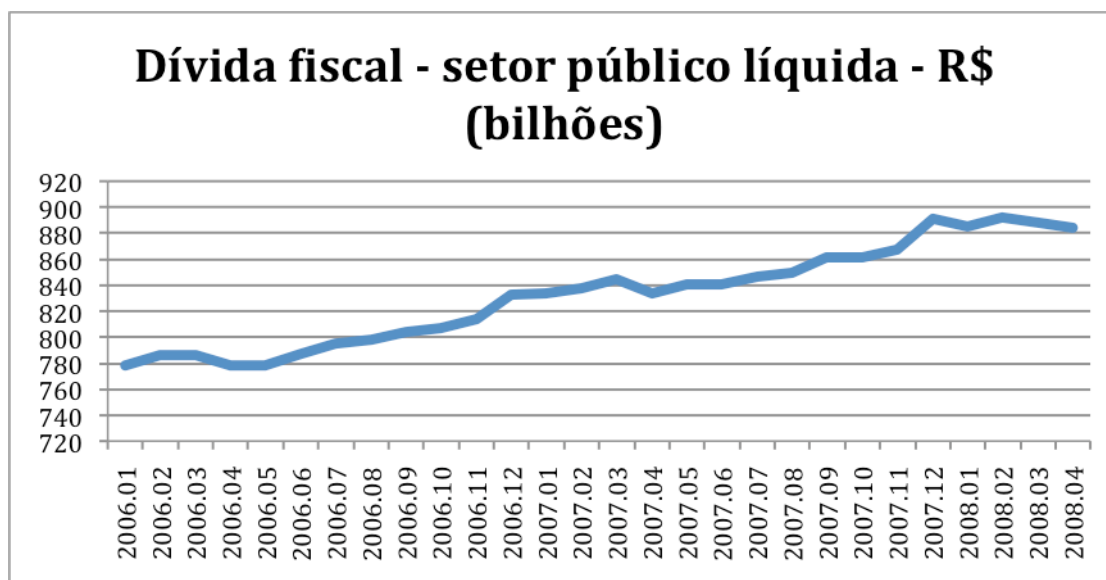
Gráfico 4



Fonte: IPEA DATA

Partindo desse viés, pode ser dito que o país não possui poupança a ser investida porém ao olharmos o déficit fiscal pode-se concluir que nem o governo possui essa poupança, logo o Brasil estaria se endividando para investir.

Gráfico 5



Fonte: IPEA DATA

A partir desse cenário muitas críticas foram levantadas por economistas de dentro e de fora do governo. O fato do FSB ser constituído por parte de reservas

internacionais e também de recursos orçamentários deixa-o com caráter quase exclusivo dentre os demais fundos soberanos. Suas funções também são foco de crítica.

Se o fundo soberano deve aplicar em ativos em outras partes do mundo buscando fontes de recursos em moeda estrangeira distinta do país de origem, ao investir em empresas (privadas ou públicas) brasileiras, este fundo não estaria cumprindo sua função básica de diversificar as aplicações para o resto do mundo.

Quanto aos investimentos subsidiados, o FSB vai contra a lógica de buscar maiores retornos, além de avançar na alçada do BNDES, tendo como justificativa de que o FSB evitaria uma série de custos tributários e administrativos, custos estes sendo o governo o principal causador. (Loyo e Ferraz, 2008)

Em coluna escrita para o Valor Econômico, Márcio Garcia (2008) lembra que o custo dos recursos do fundo é a taxa de juros doméstica, que tem que ser mantida alta pois em grande medida o governo gasta demais e pressiona a inflação a ser elevada. As aplicações do fundo dificilmente cobrirão os custos de captação. Ou seja, em sua opinião o fundo soberano trará prejuízos ao Tesouro Nacional, e representará eventualmente uma carga tributária adicional.

Lições internacionais: modelos chileno e russo

Os fundos soberanos chilenos e russos, que serviram como molde para a formação do FSB, são relativamente novos (2006 e 2004 respectivamente). Dessa forma, não é possível uma análise de desempenho, impedindo vislumbrar a partir dessas experiências um possível caminho a ser traçado pelo FSB.

O fundo soberano chileno estabelecido em 2006 pode ser dividido também em “duas pernas”: Fundo de Estabilização Econômica e Social (FESS) e Fundo de Reserva de Pensão, ambos substituíram as funções do extinto Fundo de Estabilização de Cobre. (Eschweiler e Fernandez, 2008)

O FESS tem como característica ser um fundo social anti-cíclico garantindo as contas públicas em períodos de recessão da economia, não dependendo mais do preço do cobre e do cenário internacional.

O fundo foi constituído inicialmente por um depósito de US\$ 6 bilhões, e a partir de então, qualquer superávit fiscal, primário, que superar 1% do PIB do ano anterior será transferido para o fundo por ano. Atualmente ele se encontra com US\$ 16 bilhões. (Eschweiler e Fernandez, 2008)

O FESS é administrado pelo Banco Central Chileno, sob a supervisão de um conselho do Ministério da Fazenda e um comitê conselheiro. O governo terá de fazer relatórios mensais demonstrando as últimas transferências, seu tamanho, o tipo de investimento e moeda na qual o fundo se encontra.

O fundo é denominado “fundo de investimento passivo”, onde não investirá diretamente em empresas. O comitê de especialistas aconselhou o governo do Chile a investir 15% do fundo em securidades de renda variável e 20% em renda fixa de dívida corporativa. Mesmo assim o governo chileno ainda não se posicionou em relação aos parâmetros de investimento. (Eschweiler e Fernandez, 2008)

Mas alguns pré-requisitos sobre os investimentos terão de ser definidos, principalmente em termos de qualidade de investimento e de crédito, além do fundo estar todo em moeda estrangeira, mantendo a competitividade do peso chileno.

O Fundo de Reserva de Pensão começou inicialmente com US\$ 600 milhões derivados do superávit fiscal primário de 2005. Recebe anualmente algo em torno de

0,5% e 1% do PIB do ano anterior. Atualmente está em US\$ 1,4 bilhões. Assim como o FESS, produz um relatório mensal, divulgando as transferências, tamanho, tipo de investimento e moeda na qual se encontra o fundo. (Eschweiler e Fernandez, 2008)

O fundo de reserva de pensão também é considerado como um fundo passivo, não investindo diretamente em empresas. Com as mesmas premissas de investimento do FESS o fundo hoje está investido, 30% em *money market* enquanto o resto é direcionado a títulos da dívida de outras nações. (Id. Ibidem)

Ambos os fundos acabam por funcionar como uma política fiscal. No caso chileno é bem rígida, pois é necessário limitar o efeito do *boom* do cobre, de modo que o país não se torne dependente demais de recursos minerais que podem desaparecer rapidamente, resultando em déficits orçamentários.

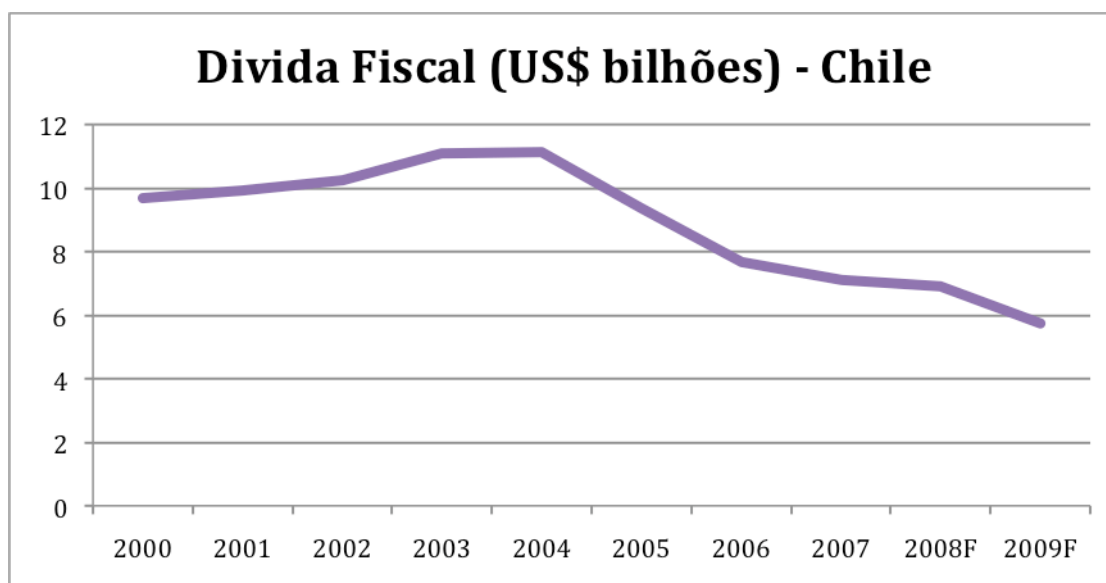
A meta é reduzir a valorização do peso, que no decorrer das décadas tendeu a subir com o preço do cobre. Um peso mais forte aumenta o preço de exportação do vinho, produtos florestais, frutas e verduras, tornando-os menos competitivos internacionalmente.

Até então os fundos chilenos e o FSB são muito semelhantes, buscando funcionar como um mecanismo anti-cíclico, tendo como maior fonte uma alta nos preços das *commodities* nos últimos anos, com o objetivo de se protegerem de futuras recessões. Esse movimento comum pode ser dado pelo fato da dependência do preço das *commodities* em suas economias.

O modo de administração do fundo também é semelhante e conta com um grupo de gestores sujeitos a revisão de um comitê ou conselho, produzindo relatórios com os dados de investimento, deixando o fundo o mais transparente possível. Há uma preocupação maior entre os chilenos pois produzem relatórios mensais enquanto no Brasil estes relatórios seriam semestrais.

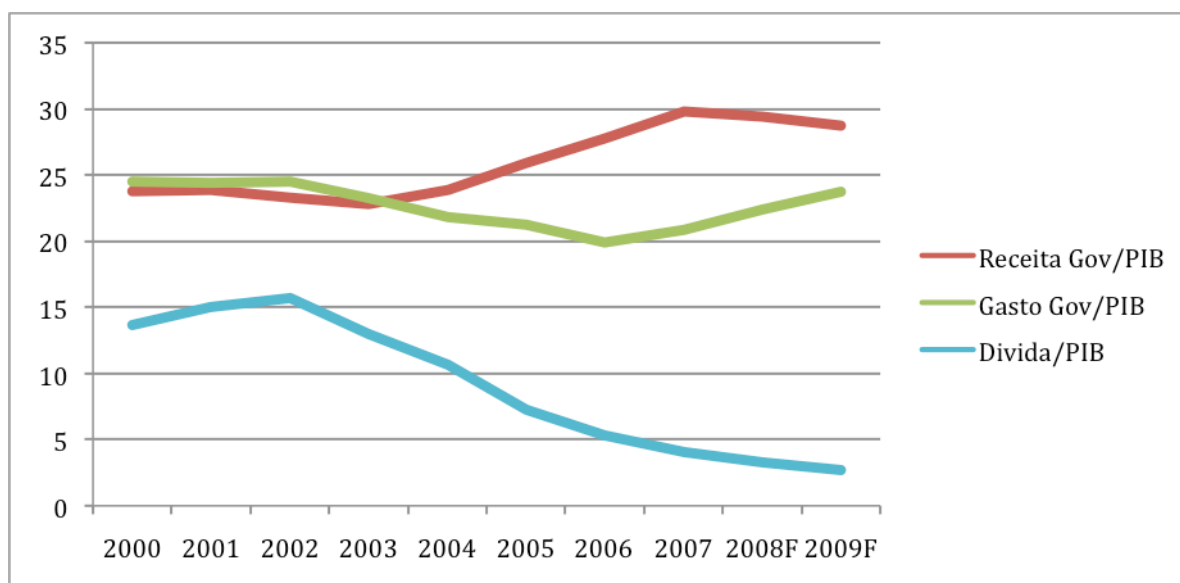
O Chile, como o Brasil, arrecada mais que seus gastos, logo um fundo soberano funciona como mecanismo de controle fiscal, absorvendo esse excedente. A diferença é que o déficit fiscal do Chile vem diminuindo ao longo dos anos enquanto o brasileiro cresce sem perspectiva de se estabilizar e cair. Dessa forma é esperado um maior êxito a longo prazo para os fundos chilenos que o FSB.

Gráfico 6



Fonte: Moody's Investors Service

Gráfico 7



Fonte: Moody's Investors Service

O fundo Russo de Petróleo e gás, Oil & Gas Fund (OGF), formalmente chamado de Fundo de Estabilização, foi criado em janeiro de 2004. O fundo foi estabelecido como parte do orçamento governamental com o objetivo de manter o orçamento do

governo equilibrado para períodos que o preço do petróleo caia mais que o limite inferior desejável. (Eschweiler e Fernandez, 2008)

O fundo foi constituído como ferramenta para absorver o excesso de liquidez no mercado, reduzindo as pressões inflacionárias e blindando a economia da volatilidade dos ganhos das exportações de materiais escassos.

Em fevereiro de 2008, o OGF foi dividido em duas pernas. A primeira, Fundo de Reserva, no valor de US\$ 125 bilhões, com perfil similar ao fundo de estabilização anterior. A segunda, Fundo Nacional de Prosperidade (NPF), com US\$ 32 bilhões, com caráter mais agressivo de investimento, portanto aceitando maiores riscos. (Das, 2008)

O Ministério da Fazenda, planejou o NPF para ser exclusivamente um portfólio de investimentos, não tendo qualquer tipo de investimento estratégico, que não esta sendo seguido. O tamanho do fundo será o que sobrar do Fundo de Reserva, que deve ter o tamanho igual a 10% do PIB. (Id. Ibidem)

Inicialmente o OGF acumulava fundos na medida que o preço do petróleo ultrapassava um teto definido. Dessa forma ele cobria déficit fiscais quando o preço caía mais que o limite inferior. Mas em 2008 o mecanismo de acumulação mudou, seguindo a divisão do fundo.

Agora a acumulação é feita via impostos do petróleo e do gás, usando os recursos remanescentes àqueles que são transferidos diretamente para cobrir o déficit fiscal recorrente, algo próximo de 6,1% do PIB. Enquanto o Fundo de Reserva é usado para cobrir eventuais perdas caso o petróleo caia de preço dramaticamente, o NPF será usado para cobrir gastos sociais como déficit do fundo de pensão. (Eschweiler e Fernandez, 2008)

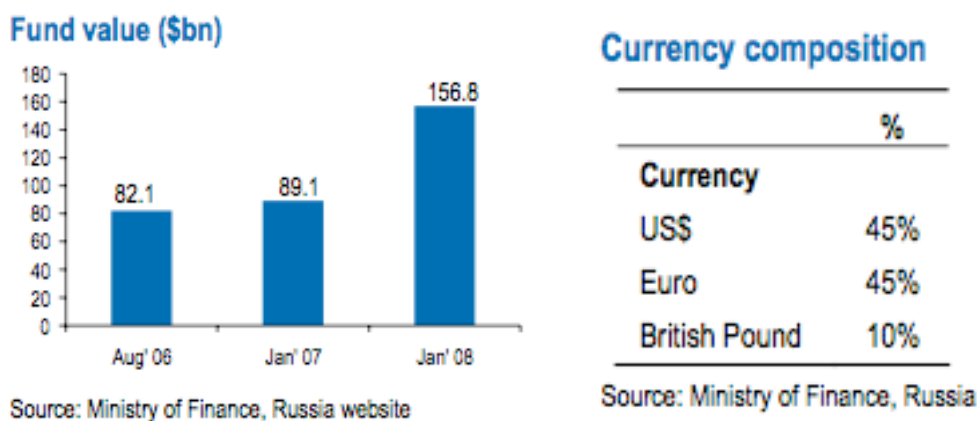
A administração do fundo é feita pelo Ministério da Fazenda, publicando mensalmente informações sobre a acumulação de recursos, os gastos e a balança.

Os fundos devem apenas investir em títulos públicos de outras nações, sujeitos a aprovação do governo Russo. O fundo, como os demais já citados, mantém seus recursos em moeda estrangeira alocada no Tesouro Nacional. Eles estão autorizados a investir em títulos públicos da Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Portugal, Espanha, Reino Unido e EUA, apenas

em dólares, euros e libras. O título deve ter grau de investimento AAA/Aaa no longo prazo em pelo menos duas das três agências: Moody's, Standard and Poor's e Fitch. O tempo mínimo de maturação do título deve ser de 0,25 anos a no máximo 3 anos. (Eschweiler e Fernandez, 2008)

Eles estão atualmente alocados com títulos em 45% dólares, 45% euros e 10% libras. O NFP é esperado para receber autorização a fim de expandir seus investimentos em *public equity*, ou seja, uma certa forma de subsídio, para auxiliar os interesses estratégicos russos no resto do mundo. (Das, 2008)

Gráfico 8



O fundo soberano russo possui certas semelhanças paternalísticas com o FSB. O fato de optar pela criação de um fundo para corrigir os erros do fundo de pensão ao invés de focar no erro em si, demonstram semelhanças na filosofia do fundo russo com o brasileiro. O subsídio em empresas públicas baseadas no exterior também expõe um erro na definição de diminuição dos riscos.

A preocupação com a inflação também move o fundo Russo. A preocupação de uma nação emergente com a inflação é clara, assim o fundo torna-se mais um instrumento de controle de inflação assim como o Brasil pretende fazer.

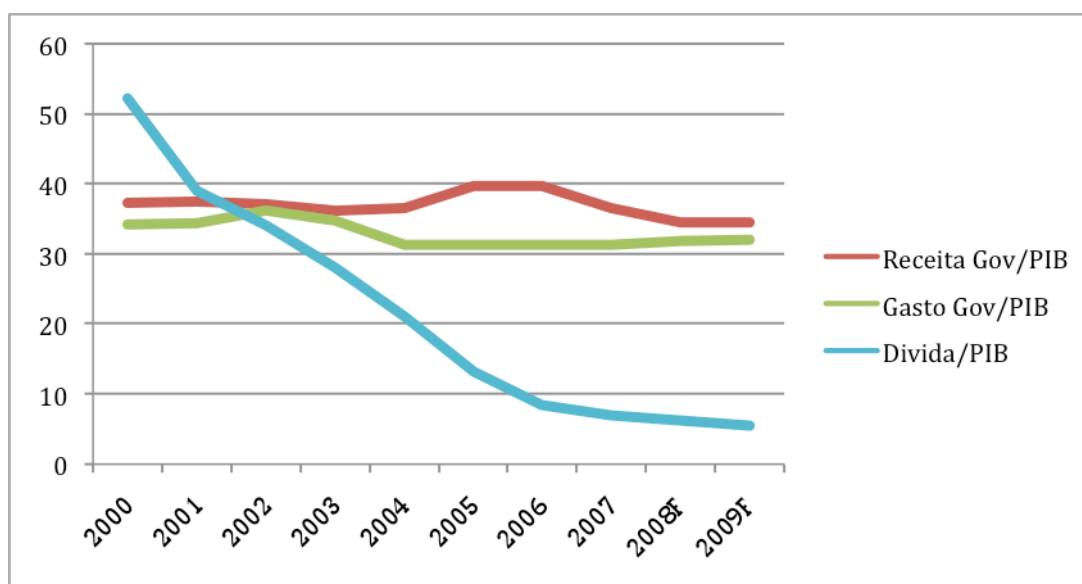
O fundo soberano Russo dispõe de critério mais claros de investimentos, definindo exatamente onde e como investir, algo ainda não definido pelo governo brasileiro. A falta de um comitê ou conselho pode levar o governo a tomar atitude e decisões enviesadas, podendo mover interesses políticos, algo que o Brasil tenta se proteger.

Com os mesmo objetivos de combater a inflação e implementar um dispositivo fiscal eficiente, a Rússia como o Brasil, tem seu fundo soberano como ferramenta fundamental.

A Rússia possui, além de uma enorme reserva internacional, aproximadamente US\$ 450 bilhões ou 1/3 do PIB russo, um largo superávit na conta corrente. Diferentemente, o Brasil possui uma ampla reserva internacional mas é deficitário em sua conta corrente.

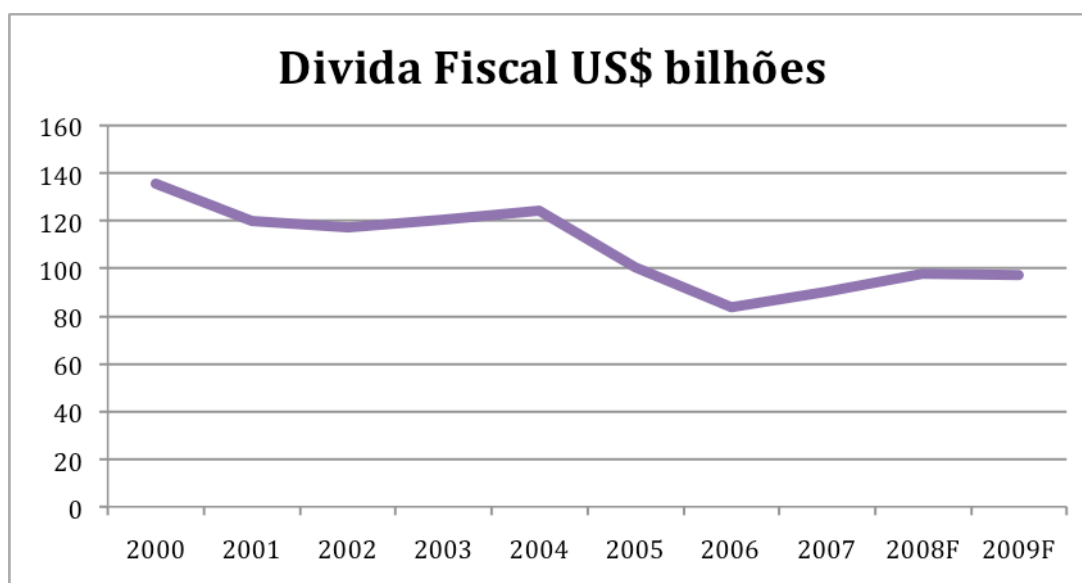
A relação dívida PIB da Rússia é decrescente enquanto a receita e os gastos governamentais se mantêm estáveis.

Gráfico 9



Fonte: Moody's Investors Service

Gráfico 10



Fonte: Moody's Investors Service

Pode ser observado o fato de que os modelos chileno e russo possuem superávit primário, sendo este superávit com maior importância para o modelo chileno. Este modelo citado, assim como o brasileiro, faz uso de fonte de recurso para seu fundo. Já o modelo russo é baseado na taxaço do preço do petróleo e do gás.

Diferentemente do Brasil, os governo do Chile e da Rússia tem sua dívida fiscal decrescente enquanto a brasileira está com viés de alta sem perspectiva de diminuição, demonstrando sua incapacidade de poupar.

Conclusão

O cenário brasileiro é de recorde em suas reservas internacionais, aproximando-se dos US\$ 200 bilhões, bem acima do nível ótimo. Esses recursos são utilizados para evitar ataques especulativos - precaução válida devido a recente desvalorização da moeda em 2004 - cobrir eventuais déficits governamentais, se proteger de eventuais crises ou recessões mundiais e funcionar como ferramenta de política monetária.

Há um custo financeiro grande em se manter reservas desse tamanho, algo calculado em torno de US\$ 33 bilhões por ano. Custo que pode ser minimizado, pois esses recursos ficam essencialmente aplicados em títulos de baixa rentabilidade e baixo risco de outras nações. Esses títulos rendem aproximadamente 2% a.a. enquanto a taxa aplicada em território nacional - tomando como base a Selic - é de 12,25% a.a., uma grande diferença de cenário.

Segundo o relatório do BIS, a constituição de um fundo soberano pode ser uma saída para esse problema. Os fundos soberanos de riqueza (SWFs) são por natureza fundos governamentais em moeda estrangeira, buscando formas alternativas para lidar com o excesso de reservas internacionais.

Existem diversos tipos e objetivos de SWFs: estabilização, transferência intergeracional de riqueza, ferramenta de ajuste fiscal, mecanismo anti-cíclico, fundo de desenvolvimento e suporte a fundos de pensão.

A criação de um fundo soberano pode não ser suficiente para desafogar esse custo de manutenção, mas certamente é uma opção. Foi nesse espírito, e acompanhando o movimento dos países que acumularam recentemente um grande volume de reservas internacionais, que o Brasil anuncia a criação de seu fundo soberano, necessitando ainda de aprovação no Congresso Nacional.

O FSB tem como função: trabalho como mecanismo anti-cíclico, controle fiscal e reforço de posições internacionalmente. Ele vem estruturado com “duas pernas”, termo utilizado pelo Ministro da Fazenda. Uma delas diz respeito ao Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (FFIE), que vai abrigar o excedente do superávit primário; e a outra refere-se a uma “perna” financeira, que emitirá títulos da dívida pública captando dólares para investimentos em ativos no mercado internacional.

Absorvendo o excedente do superávit primário o FFIE acaba por funcionar como uma ferramenta de controle fiscal, na tentativa de conter, também, as pressões inflacionárias. Com a poupança formada a partir do excedente do superávit primário, o FFIE deverá absorver flutuações dos ciclos econômicos, tornando-o com caráter anti-cíclico

Ao funcionar emitindo títulos, o FSB irá enxugar dólares do mercado e destinar esses recursos a aplicações no exterior. Ora buscando ativos mais rentáveis, ora financiando investimentos de empresas brasileiras no exterior. Dessa forma, o FSB reforçará certas posições e interesses estratégicos em âmbito internacional.

Baseado nos modelos chileno e russo, o FSB foi constituído. Ambos os fundos trabalham com a idéia de ser anti-cíclico, ferramenta de contenção fiscal e gerar poupança intergeracional. A preocupação com a política cambial é evidente em ambos os fundos, tão clara como no fundo brasileiro.

Mas enquanto o FSB importou a forma de arrecadação do modelo chileno, ele usou como molde as diretrizes do fundo russo.

O fundo chileno disponibiliza uma proporção de seu superávit primário para constituir seu fundo soberano, semelhante a divulgação feita sobre o FSB. Mas possui um caráter maior de investidor passivo, não investindo diretamente em empresas.

A administração do fundo também fica por conta do molde chileno, onde um grupo de gestores, pertencentes ao Banco Central do Chile, no caso do Chile, e ao Tesouro Nacional, no caso do Brasil, ficam sob supervisão de um comitê ou conselho, seja ele externo ou do próprio governo. Controle esse que não há na Rússia, que estuda implementar uma agência especial para regular e administrar o fundo.

A Rússia compartilha da visão brasileira de apoio às empresas sediadas no exterior, permitindo um subsídio a elas. A preocupação com a inflação aproxima ainda mais o fundo russo com o brasileiro além do viés fiscal ao qual ele se propõe. A inclinação, perigosa, para uso a favor de motivos políticos é maior na Rússia, mas não deve ser descartada para o Brasil.

O FSB contém algumas características incomuns a outros fundos, o que pode levar a sua real indesejabilidade. Uma vez que o Brasil possui aproximadamente US\$

200 bilhões em reservas internacionais, a criação de um fundo soberano é uma idéia totalmente plausível. Entretanto, pelo que foi divulgado, há vários problemas relacionados à forma que o FSB será constituído.

Com o fundo constituído por parte de reservas internacionais e parte de recursos orçamentários, temos o Brasil em uma situação onde o superávit em conta-corrente no balanço de pagamentos não existe mais, e o governo possui um déficit fiscal crescente.

Levando em consideração o fato proposto por Garcia, (2008) em coluna ao jornal Valor Econômico, pelo ponto de vista tanto do país quanto do governo, não há poupança a ser investida. Logo seria se endividar para investir, assumindo o papel do agente de risco. Pode-se pensar que trata-se de uma medida pouco lógica.

Logo, não deve-se misturar a boa idéia de fazer um fundo soberano nos moldes que outras nações fizeram, com outros objetivos de natureza muito distinta. (Werlang, 2008 em coluna no jornal Valor Econômico)

Bibliografia

ANDRADE, R. E. Fundos soberanos e os múltiplos corpos do rei, Valor Econômico, 12 de maio de 2008

BECK, M., PAUL, G. Cofrinho soberano, O Globo, 14 de maio de 2008

BRUMMITT, B., DEVLIN, W. A few sovereigns more: the rise of sovereign wealth funds. 2007. Disponível em: www.treasury.gov.au/docmunts/1329/RTF/07_A_few_sovereigns_more_the_rise_of_sovereign_wealth.rtf

BUTT, S., SHIVDASANI, A., STENDEVAD, C., WYMAN, A. Sovereign wealth funds: a growing global force in corporate finance. Journal of Applied Corporate Finance, vol. 20, n. 1, Dec. 2007

CAMAROTTI, G., DUARTE, P., OLIVEIRA, E. Decisão não deve influenciar na política de juros, O Globo, 31 de maio de 2008

CAVALCANTI, M., VONBUN, C. *Reservas internacionais ótimas para o Brasil: uma análise simples de custo-benefício para o período 1999-2007*. Dec. 2007. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td_1315.pdf em 31 de março de 2008.

DAS, A. Investing the wealth of nations – sovereign wealth funds: a trillion here, a trillion there, and pretty soon we’re talking “real Money”, Dresdner Kleinwort emerging markets research and strategy, Abril 2008

D’ERCOLE, R., BECK, M. Engordando o superávit, O Globo, 31 de maio de 2008

ESCHWEILER, B., FERNANDEZ, D. G., Sovereign wealth funds: a bottom-up primer, JPMorgan Resaerch, Maio 2008

FERRELL, D., LUND, S., GERLEMANN, E., SEEBURGER, P. The new power brokers: how oil, Asia, hedge funds, and private equity are shaping global capital markets, McKinsey Global Institute, Out. 2007

FMI Work Agenda, SWF report, Fev. 2008

GALVÃO, A. Mantega detalha recursos do fundo soberano, Valor Econômico, 14 de maio de 2008

GARCIA, M. G. P. Novas conquistas e velhos erros, Valor Econômico, 9 de maio de 2008

GARCIA, M. G. P. O cofrinho e a cadeira, Valor Econômico, 6 de junho de 2008

GUEDES, P. O superávit fiscal e o fundo soberano, O Globo, 12 de maio de 2008

GUIMARÃES, L. S. Juro altera rota após fala de Mantega, Valor Econômico, 14 de maio de 2008

JEN, S., STANLEY, M. How big sovereign wealth funds be by 2015, Maio 2007

JOHNSON, S. The rise of sovereign wealth funds: we don't know much about these major state-owned players. *IMF Straight Talk, Finance & Development*, vol. 44, n. 3, Set. 2007.

LACHMAN, D. Sovereign wealth fund tease: now Latin America is considering getting into the game. *The International Economy*, Jan. 2008.

LOYO, E., FERRAZ, C. SWF: saving starts at home, UBS Investment Research, Brazil Economic Comment, Maio 2008

LYONS, G., CHARTERED, S. State capitalism: the rise of sovereign wealth funds, Nov. 2007

MOREIRA, A. BIS vê fundo soberano como opção para reservas de países emergentes, Valor Econômico, 9 de junho de 2008

PORTMAN, C. The economic significance of sovereign wealth funds. *Economic Outlook*, vol. 32, n. 1, Jan. 2008

RIBEIRO, A. Reservas estão perto de US\$ 200 bi. Valor Econômico, 10 de junho de 2008

RIBEIRO, A. Com ou sem FSB, meta de superávit sobe para 4,3%, Valor Econômico, 4 de junho de 2008

Sovereign wealth funds, asset-backed insecurity, *The Economist*, Jan. 2008

WERLANG, S. Para que serve um fundo soberano?, Valor Econômico, 12 de maio de 2008