

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

LEONARDO MALTA DE TOLLA

**FUNDO SOBERANO DO BRASIL:
UM CASO TÍPICO?**

Porto Alegre

2010

LEONARDO MALTA DE TOLLA

**FUNDO SOBERANO DO BRASIL:
UM CASO TÍPICO?**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. André Moreira Cunha

**Porto Alegre
2010**

RESUMO

Esta monografia consiste em analisar o Fundo Soberano do Brasil, quanto à questão do financiamento e os objetivos propostos para ele. Estes dois aspectos são os principais caracterizadores dos Fundos Soberanos no mundo. As formas de classificação adotadas pela comunidade internacional levam em consideração justamente esses dois pontos. Para a compreensão do Fundo brasileiro é necessário que se explique e se entenda os Fundos Soberanos de maneira geral. Os Fundos Soberanos são criados geralmente para administrar um tipo de poupança excessiva, de natureza fiscal ou cambial. Os Fundos Soberanos hoje apresentam cada vez mais relevância no cenário financeiro global, dado o acentuado número de Fundos criados na última década e da quantidade de ativos geridos por eles. A causa da expansão dos Fundos é o aprofundamento do modelo de crescimento econômico global baseado em desequilíbrios entre nações poupadoras e consumidoras. A criação do Fundo Soberano do Brasil está inserida nesse amplo crescimento no número de Fundos Soberanos. Levando-se em conta que o Brasil sempre se caracterizou por ser um país importador de poupança externa e de ter sérios desequilíbrios no orçamento fiscal, como o país financiará a criação do seu Fundo é uma pergunta importante a ser respondida. É certo que a última década apresentou mudanças profundas na economia brasileira, dentre estas, há o fato de o país ter se tornado um credor líquido com o exterior, acumulando uma quantidade inédita de reservas cambiais. Mudanças como a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal também alteraram substancialmente as finanças públicas. Tendo isto em mente, podemos entender que realmente as condições históricas da economia brasileira se alteram e o país tem condições para criar um Fundo Soberano de tamanho limitado. Este pode se expandir de maneira natural quando as reservas energéticas do pré-sal foram exploradas, dessa maneira o Fundo Soberano do Brasil teria uma forma bem alinhada com a experiência internacional.

Palavras-chave: Fundos Soberanos, Fundo Soberano do Brasil, formas de financiamento, objetivos do Fundo Soberano do Brasil

ABSTRACT

This monograph aims to examine the Sovereign Fund of Brazil, on the question of funding and the objectives proposed for it. These two aspects are the main characterizing the SWFs in the world. Forms of classification adopted by the international community take into account exactly these two points. To understand the Brazilian Fund is necessary to explain and understand the SWFs in general. The SWFs are usually created to administer a kind of excess savings, tax or foreign exchange. The SWFs today have increasingly relevance in the global financial landscape, due to the high incidence of funds created in the last decade and the amount of assets managed by them. The cause of the expansion of the fund is to deepen the economic growth model based on global imbalances among saving nations and consuming nations. The creation of Brazil's Sovereign Fund is part of this broad growth in the number of SWFs. Taking into account that Brazil has always been characterized by being an importer of foreign savings and have serious imbalances in the fiscal budget, how the country will finance the creation of his fund is an important question to be answered. Admittedly, the last decade showed profound changes in the Brazilian economy, among these, is the fact the country has become a net creditor to the outside, amassing an unprecedented amount of foreign exchange reserves. Changes like the adoption of the Fiscal Responsibility Act also substantially changed public finances. With this in mind, we can truly conclude that the historical conditions of the Brazilian economy is changing and the country is able to create a sovereign fund of limited size. This could expand naturally when the energy reserves of the pre-salt have been exploited, after that the Sovereign Fund of Brazil would have a form much more in order with international experience.

Keywords: SWF, Sovereign Wealth Fund in Brazil, financing, objectives of the Sovereign Fund of Brazil.

SÚMARIO

2.1 TEORIA DA RESERVAS CAMBIAIS _____	10
2.2 HISTÓRIA DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA _____	12
2.3 DEFINIÇÕES E CLASSIFICAÇÕES DOS FUNDOS SOBERANOS _____	15
2.4 PANORAMA DOS FUNDOS SOBERANOS HOJE _____	18
2.4.1 Quantidade de Fundos, distribuição geográfica e tamanho no sistema Financeiro _____	18
2.4.2 Implicações da proliferação dos SWF: O debate recente _____	20
2.4.3 Regulação e auto-regulação _____	22
Fonte: International Working Group of Sovereign Wealth Funds, em Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices (2008). _____	25
2.5 CAUSAS PARA O CRESCIMENTO DOS FUNDOS SOBERANOS _____	26
2.5.1 Globalização financeira _____	26
2.5.2 Crescimento econômico e desequilíbrios globais _____	28
2.5.3 Crescimento dos Fundos Soberanos _____	32
2.6 CONCLUSÃO DO CAPÍTULO _____	32
3 O FUNDO SOBERANO DO BRASIL _____	34
3.1 A PROPOSTA _____	34
3.2 IMPLICAÇÕES DA CRIAÇÃO DO FSB: O DEBATE RECENTE NO BRASIL _____	37
3.3 ALGUMAS EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS _____	43
3.4 A QUESTÃO DO PRÉ-SAL E A DOENÇA HOLANDESA _____	47
3.4.1 O Pré-Sal _____	48
3.4.2 A Doença Holandesa _____	50
3.4.3 O Modelo Norueguês – Fundo Soberano Norueguês _____	52
4 CONCLUSÃO _____	56
REFERÊNCIAS _____	61
APÊNDICE - Lista de Fundos Soberanos criados a partir dos anos 2000 _____	65
ANEXOS _____	67
ANEXO 1 - Quadro de Fundos Soberanos existentes _____	67
ANEXO 2 – Lei nº. 11.887/2008 _____	70
ANEXO 3 – Decreto nº. 7.055/2009 _____	73
ANEXO 4 – Decreto nº. 7.113/2010 _____	75
ANEXO 5 –Imagens do que é e onde localizado a camada Pré-Sal. _____	77
ANEXO 6 – Balanço de Pagamentos _____	78

1 INTRODUÇÃO

O tema central desse trabalho são os Fundos Soberanos de Riqueza. Estes podem ser descritos como uma modalidade de fundo de investimento detido e geralmente administrado por Estados nacionais. O primeiro Fundo foi criado há mais de 50 anos para administrar as receitas de exploração de petróleo do Kuwait, sendo esse o tipo mais freqüente de Fundo Soberano – aquele criado a partir de recursos vindos da exploração de um recurso natural limitado.

Outro tipo de Fundo Soberano é aquele criado não pela exploração de um recurso natural, mas sim por um consistente superávit em Conta Corrente ou fiscal por um Estado. Esse tipo de Fundo tem origem nos países asiáticos que, desde o final dos anos 1990, têm tido consistentes superávits em Conta Corrente com mundo.

Durante a crise econômica que o mundo tem atravessado desde o estouro da bolha imobiliária americana, os Fundos Soberanos chamaram bastante atenção por terem investido altas somas de dinheiro em bancos ocidentais financeiramente frágeis. Essas ações deram mais destaque sobre a natureza e finalidade de tais instituições, debate que já vinha se desenrolando devido ao rápido crescimento deste setor.

Ao longo das décadas o número de Fundos Soberanos tem aumentado, fato que se acentuou ainda mais na virada do século. A quantidade de Fundos Soberanos existentes no mundo já superou a casa de 50 e o total de ativos detidos por eles já está em cerca de 3,5 trilhões de dólares. Alguns estudos recentes apontam para uma correlação entre o crescimento da economia mundial e o fenômeno da proliferação dos Fundos Soberanos, essa dinâmica será explicitada ainda no primeiro capítulo do trabalho.

Inserido nessa onda de criação de Fundos Soberanos de Riqueza, no segundo semestre do ano de 2007, o governo brasileiro, através do Ministério da Fazenda, lançou a idéia do Fundo Soberano do Brasil (FSB).

A proposta desse trabalho é identificar a natureza do FSB, à luz da experiência internacional, de modo a verificar se sua constituição é um caso “típico”, porque enquadrado nos parâmetros usuais, ou “excêntrico”, porque afastado destes.

Para entendermos a proposta de FSB, teremos que primeiro saber o que são Fundos Soberanos. Este será o tema trabalhado no primeiro capítulo da presente monografia. Começaremos pela parte conceitual, apresentando explicação teórica para governos acumularem ativos de reserva. A seguir, um breve resumo da história, como se define o que é

Fundo Soberano de Riqueza e os diferentes tipos de classificação. Serão apresentados ainda neste capítulo o número de Fundos Soberanos existentes e o total de ativos geridos por eles. A última seção do capítulo terá uma breve análise do porquê do crescimento acentuado do setor na última década.

O capítulo dois analisa o Fundo Soberano do Brasil. Começaremos por um breve histórico da proposta do FSB, as razões apresentadas para a criação e a sua formatação final, incluindo as normais legais aprovadas. Mais adiante, terá lugar uma seção que apresentará várias opiniões sobre o tema de economistas vinculadas na imprensa nacional. Na seção seguinte, serão apresentadas séries históricas de dados de algumas contas nacionais.

O governo deixou claro quando da apresentação da proposta do FSB que este teria um papel diferenciado quando as reservas do pré-sal começarem a ser exploradas. Então, na última parte do capítulo dois, falaremos sobre o futuro do Fundo Soberano do Brasil quando começar a exploração das reservas petrolíferas do Pré-Sal, sobre a doença holandesa e o exemplo do papel que o Fundo Soberano norueguês desempenha para assegurar o desenvolvimento de longo prazo daquele país.

No último capítulo apresentaremos nossa conclusão e as respostas para as questões levantadas – se o país tem condições de financiar o FSB sem risco para a estabilidade e o nosso julgamento sobre o desenho de Fundo Soberano proposto pelo governo.

2 OS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA

Fundos Soberanos de Riqueza, tradução do inglês *Sovereign Wealth Funds*, como são mais conhecidos, são agentes de investimento que operam nos mercados financeiros mundiais, geralmente detidos por governos nacionais ou mais raramente por governos regionais.

Recentemente tais Fundos vêm ganhando importância devido, principalmente: (i) à criação, em ritmo acelerado, de novos Fundos; (ii) ao aumento dos seus ativos; e (iii) à atuação de alguns Fundos originados em países periféricos na aquisição de ativos em economias centrais.

Apesar de não ser um fenômeno novo, uma atenção maior aos Fundos Soberanos o é. Por decorrência, a literatura do assunto não é vasta. Por essa mesma razão, as definições sobre o tema ainda são bastante recentes, ocorrendo muitas variações de acordo com o órgão pesquisado, por exemplo, sobre o que é Fundo Soberano, Fundo de pensão ou uma simples empresa estatal.

O U.S. Treasury (Departamento do Tesouro dos EUA) define os “*SWF*” da seguinte maneira¹:

[...] a government investment vehicle which is funded by foreign exchange assets, and which manages those assets separately from the official reserves of the monetary authorities (the Central Bank and reserve-related functions of the Finance Ministry).

Ainda acrescenta que: “*SWF managers typically have a higher risk tolerance and higher expected return than traditional official reserve managers*”.

Outros organismos internacionais, como o Fundo Monetário Internacional e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico, possuem suas próprias formas de entendimento dos Fundos de Riqueza Soberana.

Para ficar claro do que se trata e assim mais fácil a compreensão do tema, o trabalho apresentará neste capítulo o histórico e as várias definições e classificações sobre o assunto.

Também será apresentado um panorama dos Fundos Soberanos no mundo hoje com o tamanho e a representatividade dessas entidades para o sistema financeiro global, as discussões sobre o tema e as recentes medidas tomadas para regular, ou auto-regular, o setor.

¹ Fonte apêndice do US Treasury Report de Junho de 2007.

Na última seção iremos analisar brevemente quais as principais razões pra o acelerado crescimento na última década.

2.1 TEORIA DA RESERVAS CAMBIAIS

Fundos Soberanos nada mais são que um estoque de riqueza acumulada por um país na forma de ativos estrangeiros. E por que governos acumulam ativos estrangeiros? Tradicionalmente países acumulam ativos estrangeiros na forma de reservas cambiais. Por isso vamos apresentar o marco teórico que explica as reservas cambiais.

Durante a vigência do sistema Bretton Woods³ de câmbios fixos, os países constituíam reservas para estabilizar os desequilíbrios no balanço de pagamento, já que o câmbio era fixo e qualquer desajuste tinha impacto no produto real.

Nessa linha, num regime predominantemente de câmbio flutuante como atual, reservas cambiais seriam dispensáveis, porém não é o que ocorre. O estoque de reservas cambiais tem aumentado substancialmente nos últimos anos. Obviamente que esse comportamento renovou a importância dada ao tema por parte de pesquisadores.

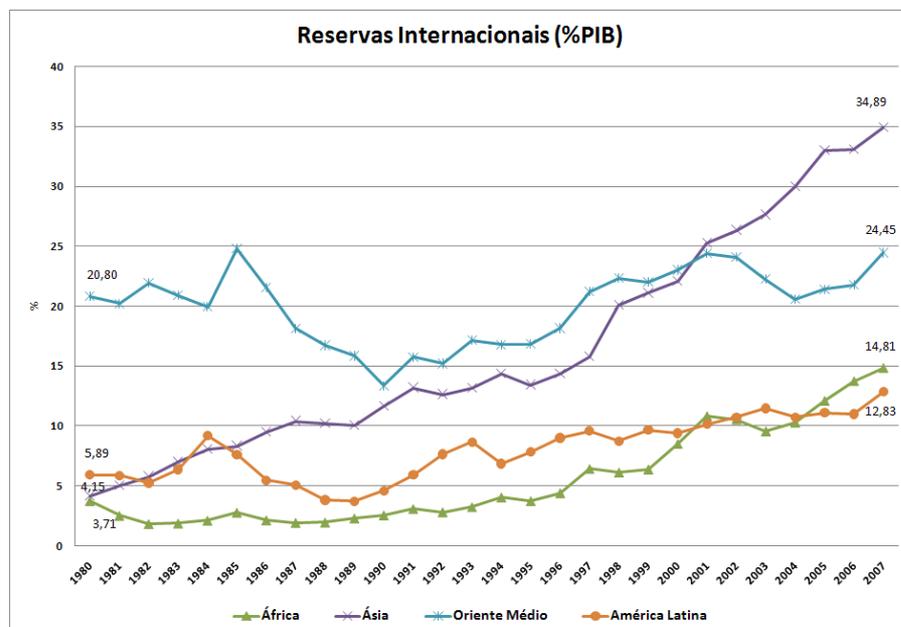


Gráfico 1

Fonte: FMI, *International Financial Statistics*, Agosto de 2008

³ Sistema de Bretton Woods era o arranjo institucional que governava as taxas de câmbio fixas mundiais. Durou até o início dos anos 1970, quando os Estados Unidos decidiram desvincular o Dólar do ouro.

Segundo Van Der Laan (2008), atualmente possuir reservas cambiais é uma maneira dos países diminuir os riscos soberanos, a incidência de crises econômicas e os custos trazidos pelas crises.

A progressiva queda nas barreiras ao trânsito dos fluxos financeiros pode ser uma explicação para o aumento relativo dos níveis de reservas mundiais. A integração financeira mundial provocou um aumento do risco de contágio das crises financeiras. Esse novo ambiente fez os governos adotarem, como estratégia precaucional, a acumulação de ativos externos a fim de que possam numa eventualidade atuarem como seus próprios emprestadores de última instância. Cabe mencionar o fato de que, quando da crise argentina em 2001, o FMI, que supostamente era o bombeiro para os tempos de crise, fechou as suas linhas de crédito, gerando mais instabilidade do que segundo Van Der Laan (2008) pode ter incentivado os países a encontrar meios próprios de conseguirem crédito.

Dado o seu risco soberano ser estruturalmente mais alto que dos países desenvolvidos, os países emergentes são usualmente mais sensíveis aos ciclos econômicos, sofrendo com as reversões abruptas de capital, como as fugas de capital (*capital flight*) e o corte de linhas de crédito (*sudden stops*). Uma vasta lista de crises nos países emergentes pode ser relacionada: Crise do México em 1995, crise da Ásia em 1997, crise da Rússia em 1998, crise cambial do Brasil 1999, crise da Argentina em 2001 e mais uma crise brasileira em 2002. Naturalmente que dentro dessa lógica descrita, os países mais afetados pelas crises têm mais incentivos para acumularem reservas. O gráfico abaixo comprova esse fato, ficando visível o crescente acúmulo de reservas nos países emergentes.

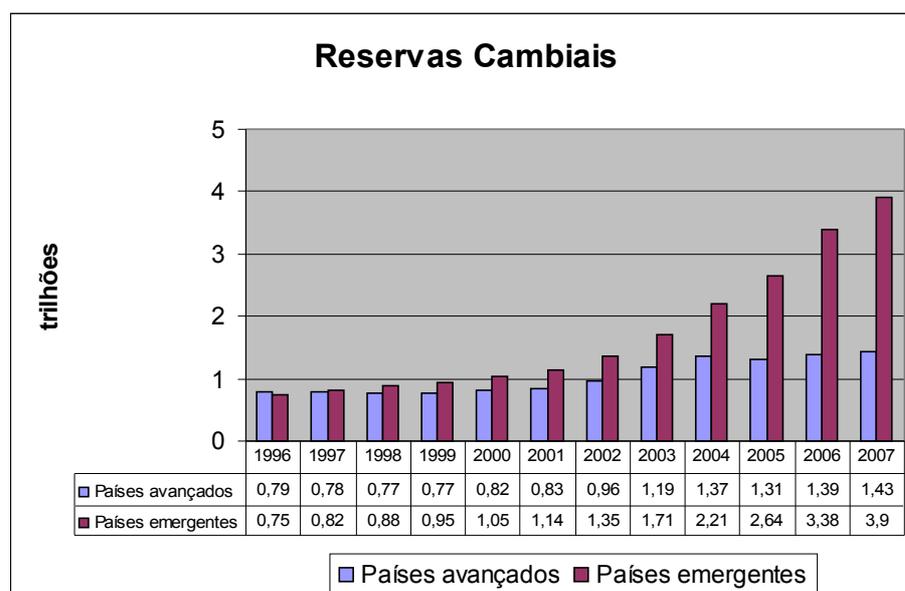


Gráfico 2

Fonte: FMI – *International Financial Statistics*. Online Database. Elaboração própria.

A crise da Ásia em 1997 é bastante emblemática, pois mesmo os tigres asiáticos considerados modelo de políticas econômicas viram seus PIB sofrerem quedas bruscas com o *crash* dos mercados financeiros.

Em tempo, *Dooley et al. (2003)* e *Reinhart e Reinhart (2008)* desenvolvem outra explicação para o recente e acelerado acúmulo de reservas cambiais. Segundo eles, a acumulação de reservas seriam um resíduo de uma política industrial praticada pelas autoridades monetárias, notadamente do sudeste asiático. Os Bancos Centrais interviriam no mercado para impedir a apreciação das moedas locais frente ao dólar e assim manter competitivas suas exportações, tendo em vista que suas economias são voltadas principalmente para o mercado externo. O FMI (FMI, 2003) também reconhece a relevância dessa política de caráter “*mercantilista*”.

2.2 HISTÓRIA DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA

Como já foi mencionado, os Fundos Soberanos não são um fenômeno recente, o primeiro deles que se tem notícia é o Kuwait Investment Board – hoje Kuwait Investment Authority (KIA) – criado em 1953, a partir das receitas da exploração do petróleo. Atualmente, a autoridade kuwaitiana gere dois fundos distintos: o Kuwait Future Generation Fund, que realiza investimentos internacionais, e o Kuwait General Reserve Fund, que aloca seus recursos internamente. O primeiro recebe cerca de 10%⁴ do total das receitas de exploração petrolífera e tem por volta de 202 bilhões de dólares investidos⁵.

Ainda na década de 50, em 1956, foi constituído o Revenue Equalization Reserve Fund pelo governo das Ilhas Gilbert. Os recursos desse fundo vinham da exploração das reservas de Fosfato.

Na década de 1970, o choque do petróleo provocou a criação de vários Fundos Soberanos em regiões ricas em combustíveis fósseis. Foram criados o Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF) em 1974 no estado americano do Wyoming, o Alberta Heritage Savings Trust Fund em 1976 na província canadense de Alberta, o Abu Dhabi Investment Authority's (ADIA) também criado em 1976 pelos Emirados Árabes Unidos, o Alaska Permanent Fund Corporation (APEC) criado no mesmo ano no estado do Alaska.

⁴ Fonte Wikipédia. http://en.wikipedia.org/wiki/Kuwait_Investment_Authority

⁵ Fonte SWF Institute. <http://www.swfinstitute.org/fund/kuwait.php>

Deve-se destacar ainda a criação de outros dois Fundos Soberanos distintos, por não serem diretamente ligados a uma riqueza mineral. Em 1958, o Estado americano do Novo México criou o “*New México State Investment Office Trust*”, um órgão para gerir três fundos posteriormente criados: o “*Land Grant Permanent Fund*”; o “*Servence Tax Permanet Fund*” e o “*Tobacco Settlement Permanent Fund*”. O Primeiro recebe recursos de alugueis e vendas de terrenos, o segundo de impostos estaduais e o terceiro de companhias de Tabbaco⁶. Por parte do governo de Singapura, em 1974, foi constituída a companhia Temasek Holdings, a qual investia ou concentrava as ações do governo em companhias exportadoras de Singapura, mas ao longo dos anos diversificou suas inversões, atuando também nos mercados internacionais e assim adquirindo um caráter similar a de um Fundo Soberano, tendo inclusive participado de fóruns internacionais, como o “*International Working Group of Sovereign Wealth Funds*”⁷.

Na década de 1980, com o segundo choque do petróleo, que ocorreu em 1979, mais Fundos Soberanos foram criados devido a um novo afluxo de recursos para países ricos no “*ouro negro*” ou outros combustíveis fósseis como o gás natural.

Omã lançou o seu *State General Reserve Fund* em 1980⁸, baseado nos seus recursos de petróleo. Assim como também fez outro sultanato, o de Brunei, que instituiu a *Brunei Investment Agency* em 1983⁹ com recursos da mesma origem que os de Omã

Os Emirados Árabes Unidos, já detentores de um fundo soberano, criam, em 1984, uma gestora de investimentos exteriores¹⁰, chamada International Petroleum Investment Company (IPIC), tendo essa um foco específico: a indústria de petróleo. Ela espalha recursos em várias empresas da cadeia petrolífera por todo o globo. Como exemplo, podemos citar participações na *empresa Compania Espanola de Petroleos SA* e *Hyundai Oilbank Co Ltd*.

Em 1981, o governo de Singapura resolveu investir seus altos níveis de reservas em ativos de longo prazo, para isso criou o *Singapore Investment Corporation*¹¹, uma companhia privada que gere três diferentes Fundos Soberanos de Riqueza.

O Chile também lança seu Fundo em 1985, *The Copper Stabilization Fund*, o qual foi transformado através de uma lei em dois novos fundos¹² em 2006: o *Pension Reserve Fund (PRF)* e o *Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)*. O primeiro recebe recursos do

⁶ Fonte State Investment Council. <http://www.sic.state.nm.us/index.htm>

⁷ Fonte SWF Institute. <http://www.swfinstitute.org/fund/temasek.php>

⁸ Fonte SWF Institute. <http://www.swfinstitute.org/fund/oman.php>

⁹ Fonte SWF Institute. <http://www.swfinstitute.org/fund/brunei.php>

¹⁰ Fonte IPEC. <http://www.ipic.ae/en/home/index.aspx>

¹¹ Fonte GIC. <http://www.gic.com.sg/>

¹² Fonte Ministério de Hacienda. http://www.hacienda.cl/fondos/fondo_de_reserva_info.php

orçamento governamental e contou ainda com uma injeção inicial de 600 milhões de dólares oriundos também do orçamento. O segundo verdadeiramente substituiu o original criado em 1985, todos os recursos desse foram repassados ao novo.

Ainda na década de 1980, o Estado norte-americano do Alabama aprova por referendo a criação do “*Alabama Trust Fund*” capitalizado pelas receitas dos campos de Gás natural.

Os anos 1990 viram o contínuo crescimento dos Fundos Soberanos, movimento potencializado pela globalização financeira. O governo da Noruega institui o “*Petroleum Fundo of Norway*” em 1990¹³, o qual teve seu nome alterado para “*The Government Pension Fund*” em 2006. O caso norueguês é considerado uma referência em transparência e estratégia de desenvolvimento (grupo de conjuntura, Fundap, 2008). O fundo norueguês tem sérios compromissos éticos nas aplicações que realiza¹⁴. São restringidos os investimentos em atividades que contribuem com violações dos direitos humanos, corrupção, danos ambientais ou qualquer outra forma de violação de normas éticas.

Três outros fundos baseados em recursos do Petróleo e Gás Natural foram ainda criados na década de noventa: O *Fund for Investment of Macroeconomic Stabilization (FIEM)* da Venezuela, resultado de um conselho do FMI ao governo local em 1998, sob supervisão do Banco Central, com o intuito de proteção contra as flutuações do preço do petróleo. Também de 1998 é o Fundo iraniano, “*The Oil Stabilization Fund*” gerido pela *IFIC - The Iran Foreign Investment Compan* – com investimentos diversificados, mantém participações em empresas de telecomunicações, IT¹⁵, petroquímica, dentre outras. O Azerbaijão criou, em 1999, o *State Oil Fund* com a função principal de gerenciar os ativos e as moedas externas gerados pela exploração de Óleo e Gás.

Duas agências de investimento financeiro surgiram em 1993. Uma em Hong Kong administrado pela Hong Kong Monetary Authority. A outra surgiu na Malásia, Khazanah Nasional Berhad, braço governamental para inversões.

O Governo de Botswana institui, em 1996, o “*Pula Fund*” sob responsabilidade do Banco Central e com recursos das reservas internacionais acumuladas devido à exploração das reservas de diamantes do país.

Nos anos 2000, ocorreu uma proliferação de Fundos Soberanos de Riqueza. As explicações dadas a este fenômeno ainda serão objeto de explanação ao longo deste trabalho, mas genericamente pode-se creditar o fato à globalização e, mais estritamente, à globalização financeira que provocou um aumento nos fluxos internacionais de capitais e a uma

¹³ Fonte Norges Bank. http://www.norges-bank.no/templates/article___69365.aspx

¹⁴ Fonte SWF Institute. <http://www.swfinstitute.org/fund/norway.php>

¹⁵ IT. Tecnologia da Informação (Information Technology)

conseqüente maior instabilidade nos mercados, levando os países a procura por formas de proteção contra choques. Aparentemente, uma das formas escolhida foi o acúmulo de reservas cambiais – fenômeno intimamente ligado à aceleração do surgimento de novos Fundos Soberanos de Riqueza.

O gráfico abaixo ilustra esse acontecimento.

Número de Fundos Soberanos existentes por década

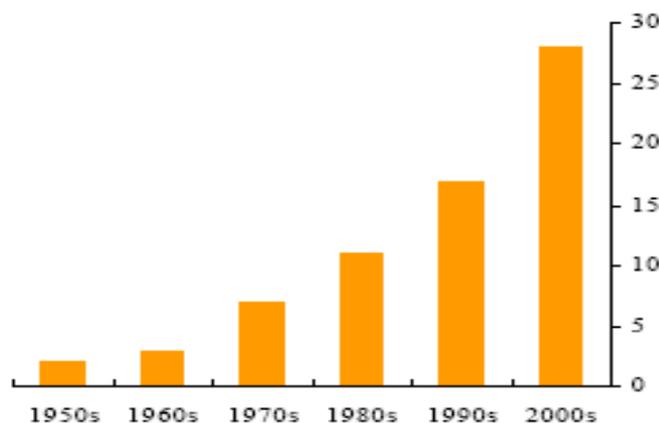


Gráfico 3

Extraído de GIEVE, John. Sovereign wealth funds and global imbalance. *BIS Review 31*, March 2008, pg. 7.

Nesse período foram criados, com base nos dados do Sovereign Wealth Fund Institute, nada menos que, 28 Fundos Soberanos.

No apêndice 1 do trabalho podem ser vistos detalhadamente os Fundos criados.

Temos ainda a expectativa de criação de outros, dentre eles o Fundo Soberano brasileiro e de um Fundo japonês, que também está sendo especulado como possível.

2.3 DEFINIÇÕES E CLASSIFICAÇÕES DOS FUNDOS SOBERANOS

Como foi mostrado no ponto anterior, o número de Fundos Soberanos passou por um dramático crescimento na última década. Este fenômeno despertou os organismos internacionais e os economistas de uma maneira geral para discutir o tema de maneira mais aprofundada. Sendo, por tanto, uma questão de debate recente, muitas taxionomias são encontradas quando se pesquisa o assunto.

Este quadro de fragmentação de conceitos foi recentemente alterado por iniciativa do FMI, que liderou um fórum¹⁶ de debate com o conjunto de atores que tem interesses envolvidos no assunto. Nesse encontro, foi dada a seguinte definição para os Fundos Soberanos de Riqueza.

2. *SWFs are defined as special purpose investment funds or arrangements, owned by the general government. Created by the general government for macroeconomic purposes, SWFs hold, manage, or administer assets to achieve financial objectives, and employ a set of investment strategies which include investing in foreign financial assets. The SWFs are commonly established out of balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports.*

3. This definition excludes, *inter alia*, foreign currency reserve assets held by monetary authorities for the traditional balance of payments or monetary policy purposes, operations of state-owned enterprises in the traditional sense, government-employee pension funds, or assets managed for the benefit of individuals.

4. *Three key elements define an SWF: Ownership: SWFs are owned by the general government, which includes both central government and subnational governments.*⁴¹ *Investments: The investment strategies include investments in foreign financial assets, so it excludes those funds that solely invest in domestic assets.*

*Purposes and Objectives: Established by the general government for macroeconomic purposes, SWFs are created to invest government funds to achieve financial objectives, and (may) have liabilities that are only broadly defined, thus allowing SWFs to employ a wide range of investment strategies with a medium- to long-term timescale. SWFs are created to serve a different objective than, for example, reserve portfolios held only for traditional balance of payments purposes. While SWFs may include reserve assets, the intention is not to regard all reserve assets as SWFs.*⁴²

Furthermore, the reference in the definition that SWFs are “commonly established out of balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports” reflects both the traditional background to the creation of SWFs—the revenues received from mineral wealth—and the more recent approach of transferring “excess reserves.”

Quanto à classificação de Fundos Soberanos, geralmente, podemos usar dois critérios. O primeiro, mais utilizado pela Secretária do Tesouro americano (US Treasury)¹⁷, divide em duas categorias os Fundos de acordo com sua fonte de recursos:

- a) Fundos de *commodities* – baseados em receitas diretas ou indiretas da exploração de recursos minerais, como petróleo. Normalmente, tem, a princípio, uma função de estabilização de receitas, visto que é grande a volatilidade dos preços desses produtos.

¹⁶ O fórum em questão é o “*International Working Group of Sovereign Wealth Funds*” que foi estabelecido em 30 de abril de 2008, sob a liderança do FMI e mais 26 países membros. A seção 2.2.3 trará mais detalhes do assunto.

¹⁷ Fonte: ver apêndice Report 2007

Sendo muito comum a evolução destes para fundos de Poupança intergeracionais. Como exemplo de “*Commodities Funds*”, podemos citar os Fundos da região do Oriente Médio como o Abu Dhabi Investment Authority(ADIA) e o Qatar Investment Authority(QIA).

- b) Fundos de não *commodities* – baseados em recursos transferidos diretamente das reservas cambiais. Na prática, esse tipo de Fundo se viabiliza em países que adotaram políticas para manter suas taxas de câmbio artificialmente desvalorizadas, utilizando esse mecanismo como uma espécie de política industrial do tipo horizontal. Esse tipo de Fundo Soberano é típico de países do sudeste asiático – economias fortemente exportadoras e poupadoras.

Já o FMI, além da categorização acima citada, também, propõe (veja o Global Financial Stability Report do FMI, setembro de 2007) uma classificação dos Fundos Soberanos de acordo com seus objetivos específicos. Segundo esse organismo internacional, cinco tipos de fundos poderiam ser diferenciados seguindo este critério.

- a) Fundos de estabilização – formatados para proteger os países ricos em recursos minerais de oscilações nos preços de tais commodities. A poupança gerada nos anos de bonança é utilizada nos anos de queda no valor dos produtos exportados. Esses fundos aplicam seus recursos em ativos mais líquidos e confiáveis, pois esses recursos precisam estar à disposição o mais breve possível. Os Fundos da Rússia e Chile são exemplos.
- b) Fundos de poupança – formatados para compartilhar uma riqueza baseada num recurso não renovável com gerações futuras. A justificativa econômica para a formação de um Fundo desse tipo é o risco da doença holandesa, tema que ainda ser tratado no decorrer do trabalho. Por terem uma perspectiva temporal maior, essa espécie de Fundo aplica seus recursos em ativos de longo-prazo. Como exemplo há o “*Alberta Heritage Savings Trust Fund*” da província Canadense de Alberta.
- c) Fundos de investimentos – formatados para aliviar o custo fiscal de carregar uma grande quantidade de reservas cambiais. Têm alta tolerância a risco e podem utilizar alavancagem em suas aplicações. Os três Fundos Soberanos geridos pelo “*Government of Singapore Investment Corporation*” (GIC) são um exemplo dessa espécie.
- d) Fundos de desenvolvimento – formatados para garantir financiamento para algum objetivo de desenvolvimento socioeconômico prioritário que possa aumentar o potencial de crescimento do país como a melhora da infra-estrutura.
- e) Fundos de pensão de contingência – formatados para assegurar o pagamento de passivos de previdência governamentais futuros. Não é o mais comum, mas esses fundos de pensão podem eventualmente aplicar grande parcela de sua poupança externamente na busca por

rendimentos mais elevados. Um exemplo emblemático deste caso é o “*National Pensions Reserve Fund*” irlandês.

Essas são as classificações mais usuais na literatura, pois levam em consideração dois dos pontos mais relevantes, origem dos recursos e objetivos propostos.

2.4 PANORAMA DOS FUNDOS SOBERANOS HOJE

2.4.1 Quantidade de Fundos, distribuição geográfica e tamanho no sistema Financeiro

Por causa das diferentes formas de classificação e principalmente da falta de transparência, não se pode ter uma medida precisa da quantidade total de ativos detidos pelos Fundos Soberanos. Uma estimativa baseada nos dados mais recentes divulgados foi feita pelo Sovereign Wealth Funds Institute, o montante seria da ordem de \$3.809,7 bilhões de ativos.

Segundo o mesmo instituto, em 2009, temos um total de 58 Fundos Soberanos de Riqueza constituídos ou em vias de entrar em operação.

Geograficamente, eles estão distribuídos da seguinte maneira: 44% Oriente Médio, 35% Ásia, 17% Europa, 2% Américas e 2% outros. Quanto à fonte de recursos, 61% dos Fundos têm como origem nos recursos da exploração de recursos energéticos como o petróleo e 39% estão originados em fontes de não commodities.

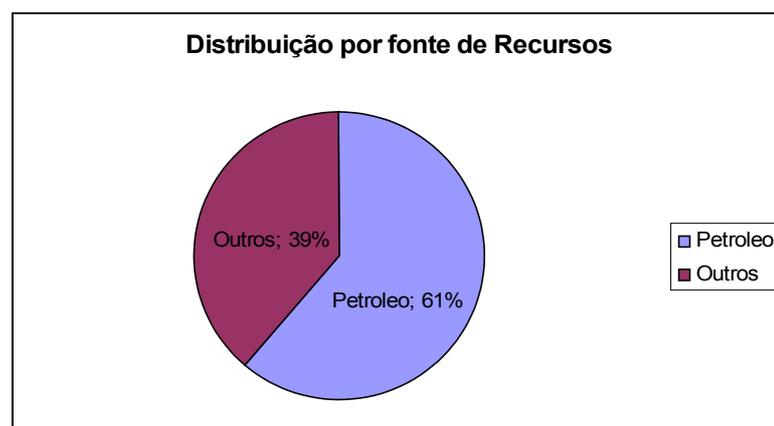


Gráfico 4

Fonte: extraído de Sovereign Wealth Fund Institute em <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>. Acessado em 15/02/2010

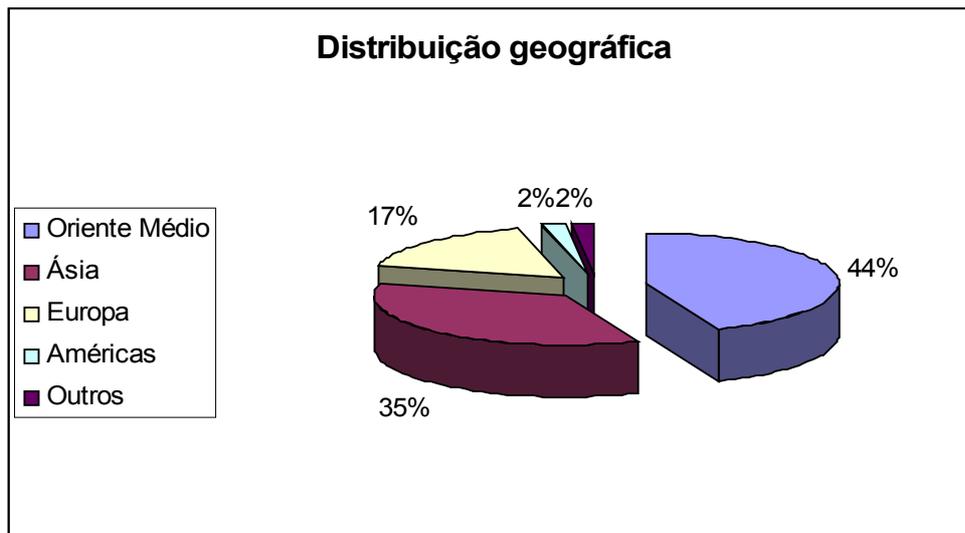


Gráfico 5

Fonte: extraído de Sovereign Wealth Fund Institute em <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>. Acessado em 15/02/2010

Dentro de uma perspectiva geral dos ativos financeiros, os Fundos Soberanos parecem ainda não ter um tamanho significativo como pode ser visto na figura abaixo, porém já são maiores que os “*Hedge Funds*” e “*Private equity funds*”.

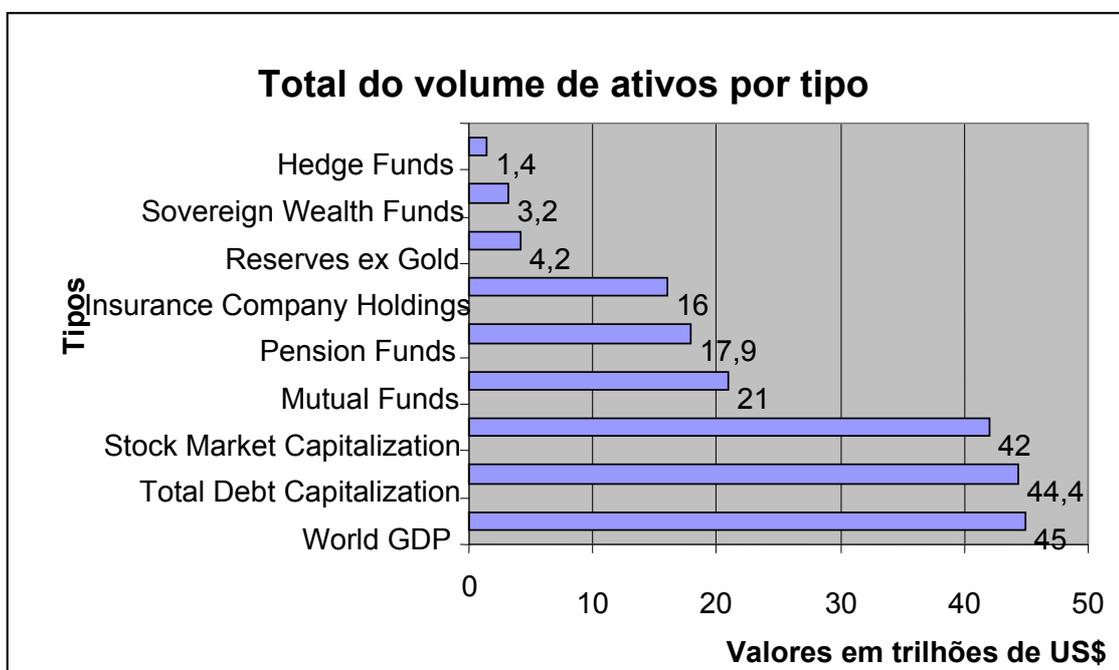


Gráfico 6

Estraido de Balin, Bryan J. Sovereign Wealth Funds: A Critical analysis

Algumas projeções indicam que o acelerado crescimento do setor persistirá nos próximos anos. O Fundo Monetário Internacional prevê um crescimento anual entre 800 a 900 milhões de dólares e que, por volta de 2012, os ativos detidos girem em torno de 12 trilhões¹⁸.

2.4.2 Implicações da proliferação dos SWF: O debate recente

Questões sobre os verdadeiros objetivos nos investimentos dos Fundos foram levantadas por causa da falta de transparência. Uma temeridade seria de um possível objetivo político nas inversões em vez de uma estratégia que privilegiasse a racionalidade econômica, o que no mínimo distorceria os mercados e diminuiria a eficiência.

Laurence Summers, ex-secretário do Tesouro americano, na gestão Clinton, expõe essas preocupações numa coluna com o sugestivo título de “*Sovereign Wealth Funds shake the logic of capitalism*” de 30 de julho de 2007 do jornal *Financial Times*.

The logic of the capitalist system depends on shareholders causing companies to act so as to maximise the value of their shares. It is far from obvious that this will over time be the only motivation of governments as shareholders. Governments are very different from other economic actors. Their investments should be governed by rules designed with that reality very clearly in mind.

Esta linha de pensamento mais radicalizada pode levar à xenofobia e a restrições na liberdade de movimentação de capitais pelo mundo especialmente nos EUA, onde preocupações com segurança nacional foram confrontadas com possíveis objetivos escusos dos Fundos Soberanos como, por exemplo, espionagem industrial.

Outra preocupação diz respeito à estabilidade do sistema financeiro mundial, uma vez que os problemas de falta de informação podem levar a uma maior volatilidade dos mercados ao e aumento da especulação a respeito dos movimentos (investimento e desinvestimento) dos fundos, problema que pode ser mais grave em mercados emergentes que contem com estruturas de regulação menos apropriadas.

Por outro lado, alguns benefícios podem ser trazidos pelos Fundos Soberanos especialmente aqueles que possuem uma gestão eficiente, que contratem empresas ou gestores internacionalmente reconhecidos e experientes que garantam a eficiência de suas operações.

¹⁸ Fonte: Fundo Monetário Internacional. Global Financial Stability Report, maio de 2007.

Tendo geralmente um horizonte de investimento de longo-prazo, seria possível para eles absorverem os riscos de curto prazo e assim diminuir a volatilidade dos ciclos econômicos.

John Given, diretor para estabilidade financeira do Banco da Inglaterra, em discurso de 14 de março de 2008, na Conferência para Administração de Fundos Soberanos, relaciona os efeitos positivos que podem ser trazidos pelos SWF na diminuição dos desequilíbrios entre os países que poupam em excesso e aqueles que consomem em excesso.

The rise of SWFs may play a part in this dynamic. Their emergence is a sign that surplus countries may be less willing in future to accept such low yielding assets. That should put pressure on exchange rates to adjust and contribute to a reduction in global imbalances. So while SWFs may be a product of global imbalances, they may also play a part in the adjustment”.

“SWF’s recent investments in global financial institutions have been helpful in easing the current financial market turmoil.

A ação dos Fundos Soberanos, durante a crise, mencionada acima, refere-se à aquisição, por parte dos SWF do Oriente Médio e Ásia, de parcelas expressivas do capital de várias firmas financeiras ocidentais que estavam com graves problemas de liquidez por causa da crise econômica deflagrada pelo estouro da bolha do mercado imobiliário americano no segundo semestre de 2007.

Segue abaixo quadro desse evento.

Data do Anúncio	Fundo de Riqueza Soberana	Instituição Financeira	Montante (US\$ Bilhões)
26/11/2007	Abu Dhabi Investment Authority	Citigroup	7,5
10/12/2007	Singapore Government Investment Corporation	UBS	9,8
19/12/2007	China Investment Corporation	Morgan Stanley	5,0
24/12/2007	Temasek Holding – Cingapura	Merril Lynch	4,4
15/01/2008	Singapore Government Investment Corporation	Citigroup	6,9
	Kuwait Investment Authority		3,0
15/01/2008	Korea Investment Corporation	Merril Lynch	2,0
	Kuwait Investment Authority		2,0
TOTAL			40,6

Quadro 1 – Aporte de capital por SWF em instituições financeiras desde novembro de 2007

Extraído de GIEVE, John. Sovereign wealth funds and global imbalances. *BIS Review*, nº 31, March 2008, pg. 9.

2.4.3 Regulação e auto-regulação

O reconhecimento da importância e relevância dos Fundos Soberanos obviamente chamou atenção de diversos organismos internacionais.

O Fundo Monetário Internacional, no seu “*Global Financial Stability Report*” de setembro de 2007, e o US Treasury, no seu “*Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policy*” de Junho de 2007, já começam a tratar do tema. Inclusive, o relatório do órgão americano provoca a comunidade econômica internacional para incentivar melhores práticas.

O resultado dessa pressão foi a criação de um fórum permanente de discussão do tema pelo FMI e mais 26 países chamado *International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)*. Em setembro de 2008, no Chile, ocorreu um encontro do qual saiu uma carta, um código de conduta, chamada “*Princípios de Santiago*¹⁹” com a intenção de criar um ambiente melhor de investimento para os Fundos Soberanos e os países receptores de recursos.

Os princípios de Santiago foram criados visando a quatro objetivos:

- a) Ajudar a manter um sistema financeiro global estável e a liberdade de movimento de capitais e de investimento.
- b) Cumprir com todas as regulações e requerimentos dos países nos quais eles investem
- c) Investir com base em considerações financeiras e econômicas de risco-retorno
- d) Ter uma estrutura sólida e transparente de controle operacional, de administração de risco e de contabilidade.

A proposta é identificar uma estrutura de práticas gerais aceitas que conduzam a arranjos contábeis e de governança mais apropriados. A divulgação dos “*Princípios*” ajudaria em um melhor entendimento dos Fundos Soberanos tanto nos países proprietários quanto nos receptores de investimento, consequentemente trazendo mais estabilidade a essas mesmas nações e também ao mercado financeiro internacional²⁰. O código ainda daria suporte às instituições gestoras dos Fundos Soberanos, facilitando principalmente a criação e a operação de novos participantes.

As regras propostas cobrem três áreas:

- a) Estrutura legal, objetivos e coordenação com política macroeconômica.

¹⁹ Princípios de Santiago é outro nome para Generally Accepted Principle and Practices (GAPP)

²⁰ Com relação aos países receptores de investimento, o OECD Investment Committee relata que esta trabalhando com esses países para achar uma maneira de manter os seus compromissos com as políticas de investimento livres ao mesmo tempo em que protegem áreas de segurança.

- b) Arranjo institucional e estrutura de governo dos fundos.
- c) Estrutura de gestão de investimento e risco.

As sugestões apresentadas obviamente poderiam e necessitariam ser aperfeiçoadas, assim os participantes do “*International Working Group*” concordaram em estabelecer este como um fórum permanente que revisaria periodicamente o GAPP com o intuito de melhorá-lo.

Os “*Princípios de Santiago*” são os seguintes:

<ul style="list-style-type: none"> • GAPP 1. Principle The legal framework for the SWF should be sound and support its effective operation and the achievement of its stated objective(s). ○ <i>GAPP 1.1 Subprinciple</i> The legal framework for the SWF should ensure the legal soundness of the SWF and its transactions. ○ <i>GAPP 1.2 Subprinciple</i> The key features of the SWF's legal basis and structure, as well as the legal relationship between the SWF and the other state bodies, should be publicly disclosed. • GAPP 2. Principle The policy purpose of the SWF should be clearly defined and publicly disclosed. • GAPP 3. Principle Where the SWF's activities have significant direct domestic macroeconomic implications, those activities should be closely coordinated with the domestic fiscal and monetary authorities, so as to ensure consistency with the overall macroeconomic policies. • GAPP 4. Principle There should be clear and publicly disclosed policies, rules, procedures, or arrangements in relation to the SWF's general approach to funding, withdrawal, and spending operations. ○ <i>GAPP 4.1 Subprinciple</i> The source of SWF funding should be publicly disclosed. ○ <i>GAPP 4.2 Subprinciple</i> The general approach to withdrawals from the SWF and spending on behalf of the government should be publicly disclosed. • GAPP 5. Principle The relevant statistical data pertaining to the SWF should be reported on a timely basis to the owner, or as otherwise required, for inclusion where appropriate in macroeconomic data sets. • GAPP 6. Principle The governance framework for the SWF should be sound and establish a clear and effective division of roles and responsibilities in order to facilitate accountability and operational independence in the management of the SWF to pursue its objectives. • GAPP 7. Principle The owner should set the objectives of the SWF, appoint the members of its governing body(ies) in accordance with clearly defined procedures, and exercise oversight over the SWF's operations. • GAPP 8. Principle The governing body(ies) should act in the best interests of the SWF, and have a clear mandate and adequate authority and competency to carry out its functions.

- **GAPP 9. Principle**
The operational management of the SWF should implement the SWF's strategies in an independent manner and in accordance with clearly defined responsibilities.
- **GAPP 10. Principle**
The accountability framework for the SWF's operations should be clearly defined in the relevant legislation, charter, other constitutive documents, or management agreement.
- **GAPP 11. Principle**
An annual report and accompanying financial statements on the SWF's operations and performance should be prepared in a timely fashion and in accordance with recognized international or national accounting standards in a consistent manner.
- **GAPP 12. Principle**
The SWF's operations and financial statements should be audited annually in accordance with recognized international or national auditing standards in a consistent manner.
- **GAPP 13. Principle**
Professional and ethical standards should be clearly defined and made known to the members of the SWF's governing body(ies), management, and staff.
- **GAPP 14. Principle**
Dealing with third parties for the purpose of the SWF's operational management should be based on economic and financial grounds, and follow clear rules and procedures.
- **GAPP 15. Principle**
SWF operations and activities in host countries should be conducted in compliance with all applicable regulatory and disclosure requirements of the countries in which they operate.
- **GAPP 16. Principle**
The governance framework and objectives, as well as the manner in which the SWF's management is operationally independent from the owner, should be publicly disclosed.
- **GAPP 17. Principle**
Relevant financial information regarding the SWF should be publicly disclosed to demonstrate its economic and financial orientation, so as to contribute to stability in international financial markets and enhance trust in recipient countries.
- **GAPP 18. Principle**
The SWF's investment policy should be clear and consistent with its defined objectives, risk tolerance, and investment strategy, as set by the owner or the governing body(ies), and be based on sound portfolio management principles.
 - *GAPP 18.1 Subprinciple* The investment policy should guide the SWF's financial risk exposures and the possible use of leverage.
 - *GAPP 18.2 Subprinciple* The investment policy should address the extent to which internal and/or external investment managers are used, the range of their activities and authority, and the process by which they are selected and their performance monitored.
 - *GAPP 18.3 Subprinciple* A description of the investment policy of the SWF should be publicly disclosed.
- **GAPP 19. Principle**
The SWF's investment decisions should aim to maximize risk-adjusted financial returns in a manner consistent with its investment policy, and based on economic and financial grounds.

- *GAPP 19.1 Subprinciple* If investment decisions are subject to other than economic and financial considerations, these should be clearly set out in the investment policy and be publicly disclosed.
- *GAPP 19.2 Subprinciple* The management of an SWF's assets should be consistent with what is generally accepted as sound asset management principles.
- **GAPP 20. Principle**
The SWF should not seek or take advantage of privileged information or inappropriate influence by the broader government in competing with private entities.
- **GAPP 21. Principle**
SWFs view shareholder ownership rights as a fundamental element of their equity investments' value. If an SWF chooses to exercise its ownership rights, it should do so in a manner that is consistent with its investment policy and protects the financial value of its investments. The SWF should publicly disclose its general approach to voting securities of listed entities, including the key factors guiding its exercise of ownership rights.
- **GAPP 22. Principle**
The SWF should have a framework that identifies, assesses, and manages the risks of its operations.
 - *GAPP 22.1 Subprinciple* The risk management framework should include reliable information and timely reporting systems, which should enable the adequate monitoring and management of relevant risks within acceptable parameters and levels, control and incentive mechanisms, codes of conduct, business continuity planning, and an independent audit function.
 - *GAPP 22.2 Subprinciple* The general approach to the SWF's risk management framework should be publicly disclosed.
- **GAPP 23. Principle**
The assets and investment performance (absolute and relative to benchmarks, if any) of the SWF should be measured and reported to the owner according to clearly defined principles or standards.
- **GAPP 24. Principle**
A process of regular review of the implementation of the GAPP should be engaged in by or on behalf of the SWF.

Fonte: International Working Group of Sovereign Wealth Funds, em Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices (2008).

2.5 CAUSAS PARA O CRESCIMENTO DOS FUNDOS SOBERANOS

Pode-se dizer que o crescimento no número e no total de ativos dos Fundos Soberanos existentes no mundo a partir desta década é um resultado de várias transformações econômicas pelas quais o mundo tem passado. Para a compreensão das causas desse fenômeno é necessária uma contextualização do panorama econômico atual, analisando as principais mudanças do período.

Nesta perspectiva, alguns acontecimentos econômicos da década precisam ser analisados: globalização – principalmente a financeira, o forte crescimento econômico do período e o aumento dos desequilíbrios globais, sendo este encarado como um resultado dos dois primeiros fenômenos.

2.5.1 Globalização financeira

O último quarto do século XX e a primeira década do século XXI já ficaram caracterizados por um fenômeno amplamente divulgado e estudado: a globalização. Um processo multifacetado com implicações em várias áreas. A diminuição das distâncias mundiais por intermédio de transportes mais rápidos e acessíveis à população mundial. A revolução das telecomunicações em todas as frentes, passando por internet, celular, satélite. Os quais permitiram uma globalização cultural nunca antes vista. Enfim, esse fenômeno abarca uma grande quantidade de áreas, mas uma, em especial, é, talvez, a mais importante – a globalização econômica.

Os fluxos de bens, serviços e investimentos financeiros nunca foram tão grandes e tão diversificados nos países participantes. A produção de mercadorias jamais esteve tão espalhada pelo globo. Os países nunca estiveram tão abertos ao investimento estrangeiro, o que levou a crescentes fluxos financeiros mundiais.

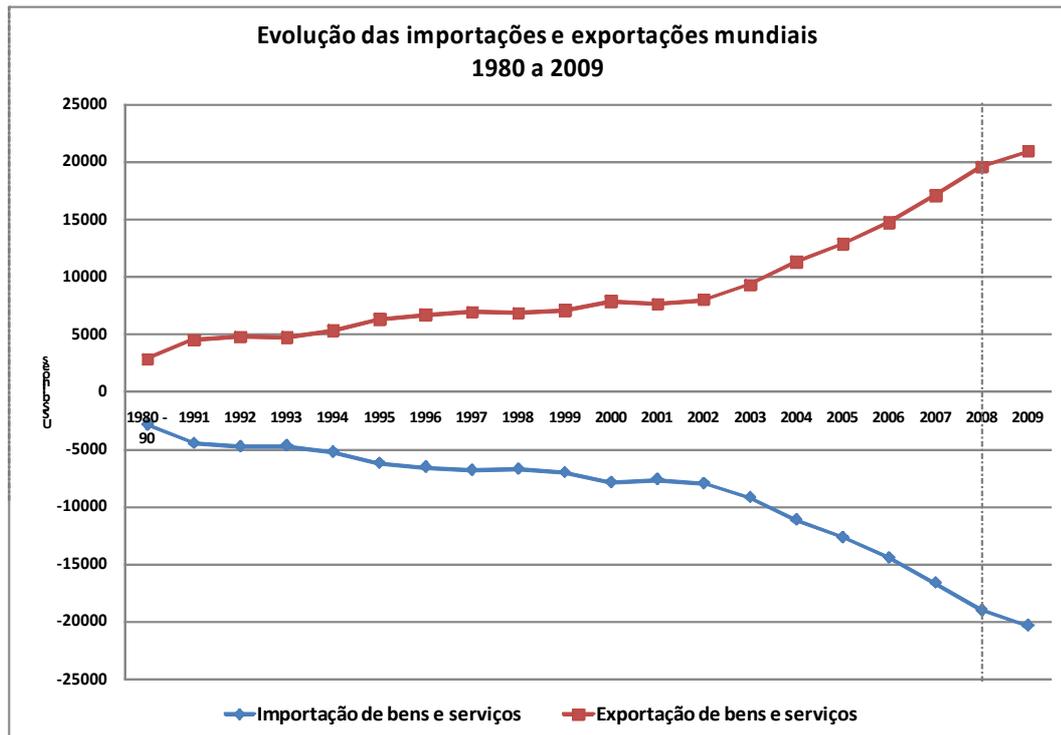


Gráfico 7

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2008.

A abertura das economias nacionais aos investimentos diretos e indiretos estrangeiros criou um grande mercado financeiro mundial, onde é possível com uma ordem via internet ou via telefone movimentar volumosos recursos de um lado ao outro do globo em tempo real.

Os gráficos acima e abaixo demonstram o salto dado pelo comércio internacional e pelos fluxos financeiros neste século.

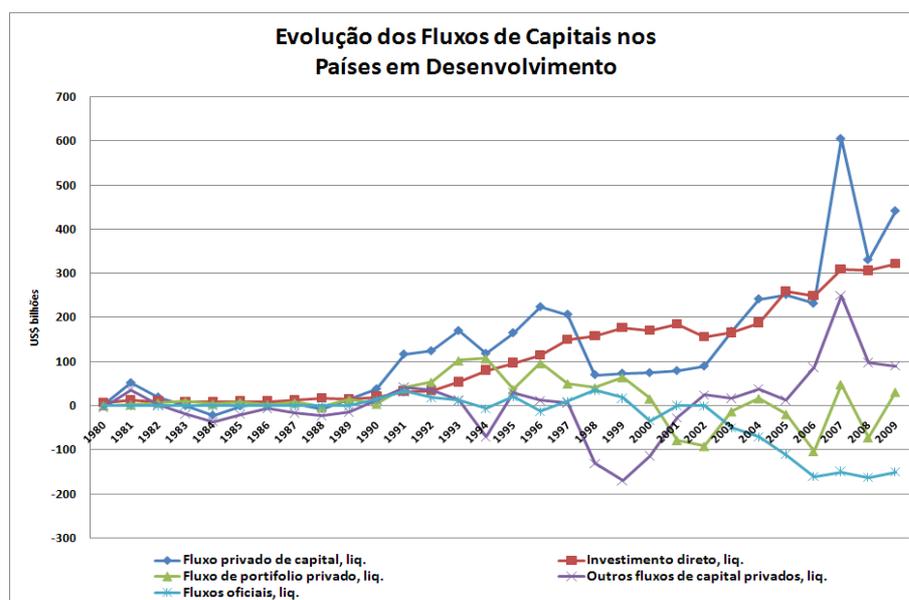


Gráfico 8

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2008.

Como ilustração dessa integração, podemos citar a velocidade com que a crise do *subprime*²¹ se abateu sobre países que não tinham nenhuma ligação direta com o mercado imobiliário americano, o grande causador da crise. Em outros tempos, tais países também seriam afetados, mas os efeitos somente seriam sentidos quando os fluxos reais de bens e serviços com os países em dificuldades caíssem. Em vez disso, o que se viu depois da quebra do Lehman Brothers²² em 15 de setembro de 2008 foi um pânico global instantâneo, países sem uma ligação mais forte com os atores envolvidos viram seus PIB's despencarem.

2.5.2 Crescimento econômico e desequilíbrios globais

No início dos anos 2000, toda essa integração econômica gerou um crescimento do PIB mundial sem precedentes, puxado pela economia dos Estados Unidos, que haviam se recuperado do estouro da “*bolha pontocom*”²³, mas também pelos principais mercados emergentes mundiais aqueles que ficaram conhecidos pela sigla BRIC²⁴.

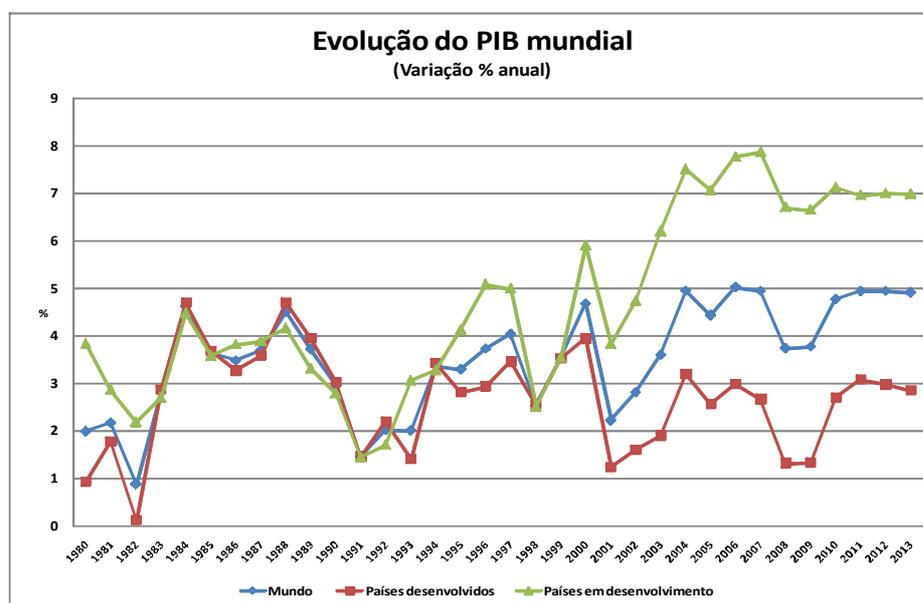


Gráfico 9

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2008.

²¹ Crise desencadeada por empréstimos imobiliários de alto risco concedidos por bancos americanos, o mercado onde são negociados esses empréstimos é conhecido como *subprime*.

²² Firma de investimentos americana que decretou sua falência em 15 de setembro de 2008, que levou ao crash dos mercados financeiros mundiais.

²³ Crise gerada pelo sobreinvestimento, em bolsa, nas empresas de alta tecnologia e telecomunicações que estourou no ano 2000.

²⁴ Acrônimo criado pelo chefe de pesquisa da firma Goldman Sachs no início dos anos 2000 em um estudo sobre os principais mercados emergente mundiais. A sigla se refere, pela ordem, a Brasil, Rússia, Índia e China.

O estouro da bolha financeira das empresas de tecnologia fez o FED baixar as taxas de juros americanas para combater o declínio da atividade econômica. Ao mesmo tempo, foi promovido um corte de impostos pelo US Treasury no governo Bush. Essas medidas surtiram efeito e, puxado pelo consumo das famílias, o PIB americano voltou a crescer. A recuperação da maior economia do mundo incentivou o crescimento dos grandes mercados emergentes de duas maneiras basicamente: de forma direta, pela exportação direta para os Estados Unidos, principalmente o caso da China; e de forma indireta, pelo aumento generalizado nos preços de todas as *commodities* mundiais, caso típico da Rússia – exportadora de petróleo e gás – e Brasil, exportador de *commodities* agrícolas e minerais.

Assim se configurou uma dinâmica na qual o consumo privado norte-americano liderava o crescimento dos Estados Unidos e puxava o crescimento de grandes países exportadores, caso típico da China e sudeste asiático, e esse crescimento conjunto elevava o preço de todas as *commodities* mundiais, o que por fim acelerava o crescimento dos seus principais produtores. Como já referido, Brasil e Rússia são exemplos clássicos. Essa dinâmica se completava com os países emergentes acumulando reservas cambiais e as reinvestindo nos países desenvolvidos.

Os Gráficos abaixo ilustram esses acontecimentos

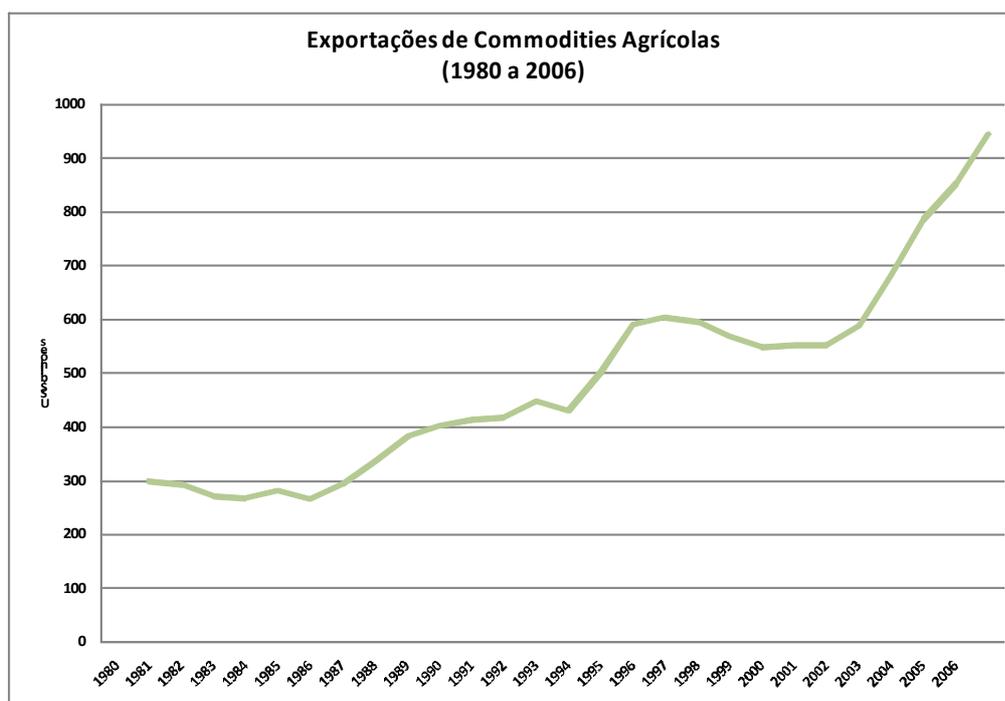


Gráfico 10

Fonte: OMC, *International Trade and Tariff Data*, Acesso em 06 de agosto de 2008.

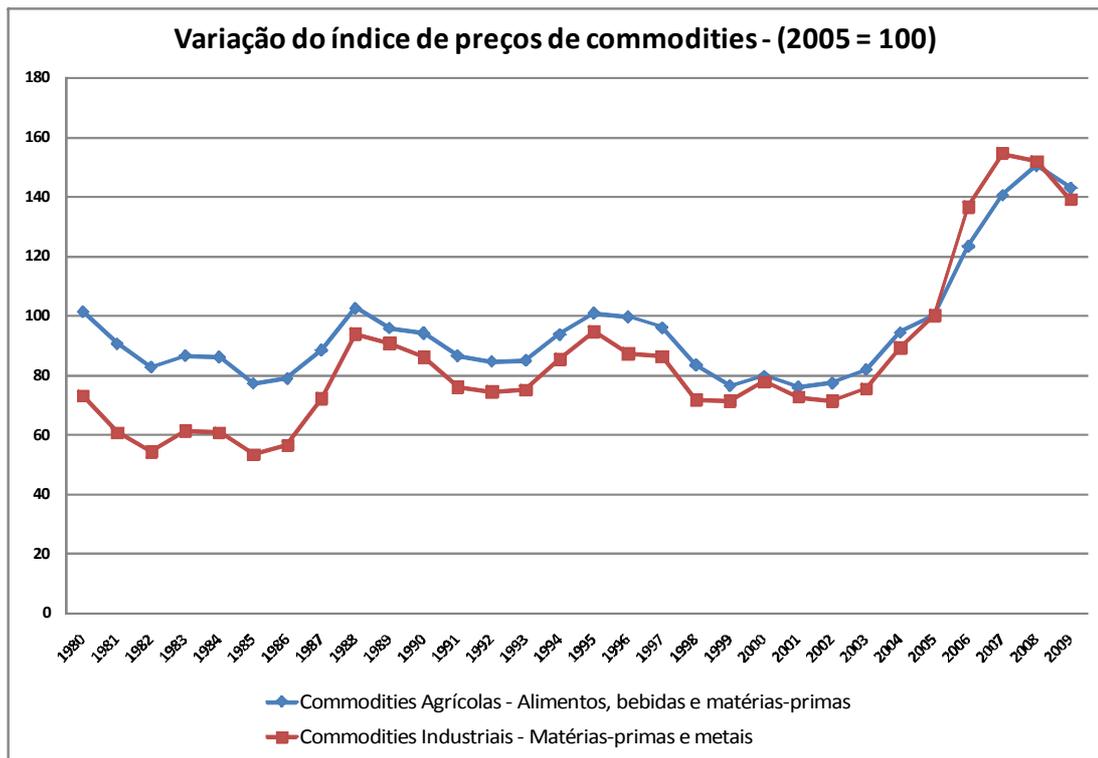


Gráfico 11

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2008.

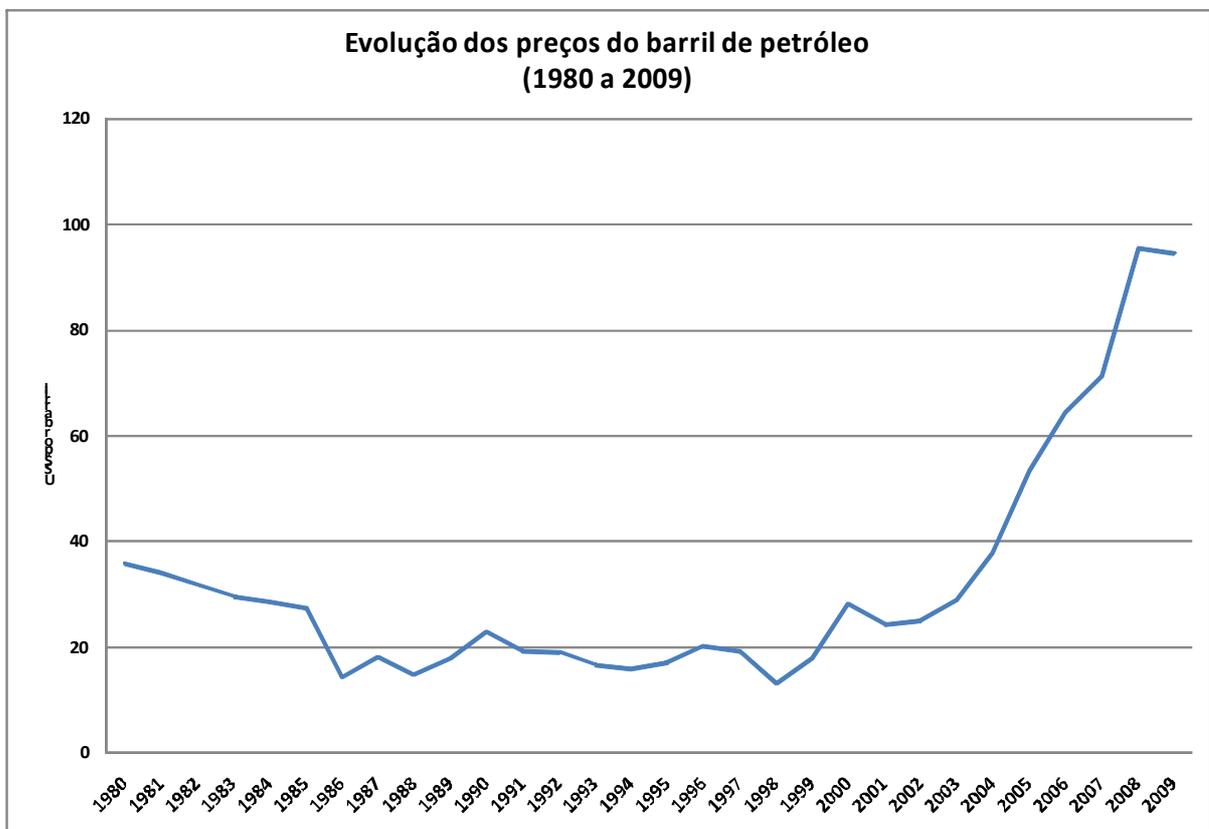


Gráfico 12

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2008.

Esse esquema tinha como principal resultado um aumento dos desequilíbrios globais em conta corrente com um lado tendo um crônico déficit comercial e o outro lado com um crônico superávit. Os Estados Unidos viram seus déficits se incrementarem como correspondência de um aumento da poupança externa das nações emergentes exportadoras de bens industriais e produtoras de *commodities*.

Mapa globo 2: posição de conta corrente (% do PIB) em 1997

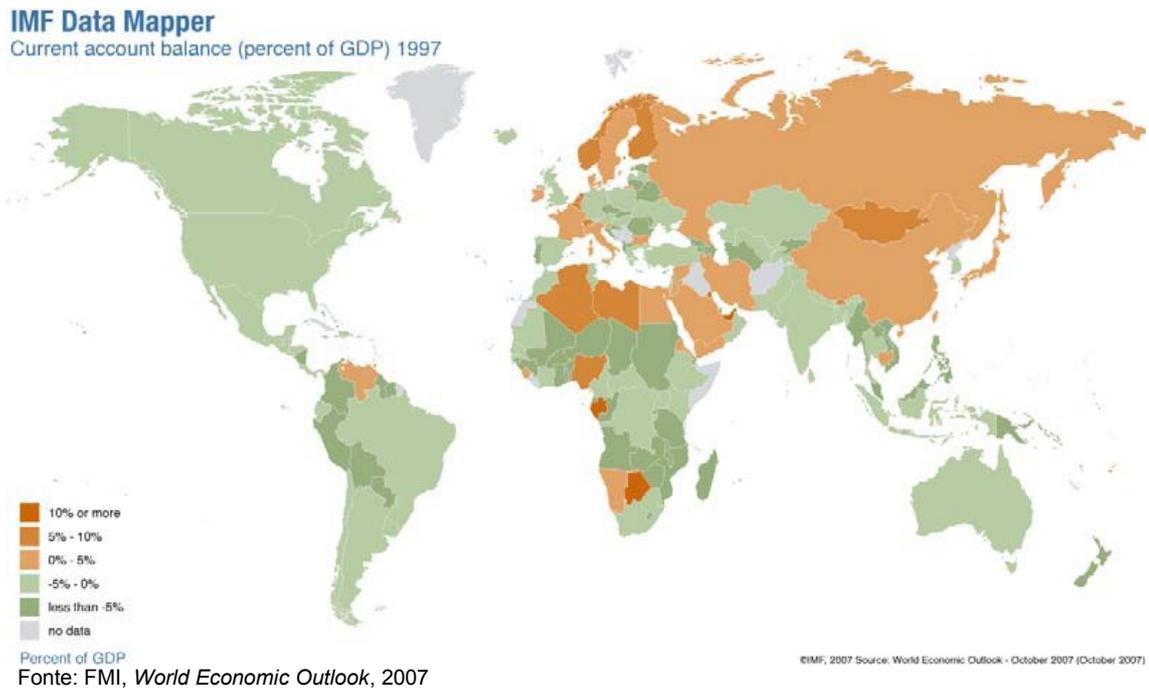


Figura 1

Mapa globo 2: posição de conta corrente (% do PIB) em 2007

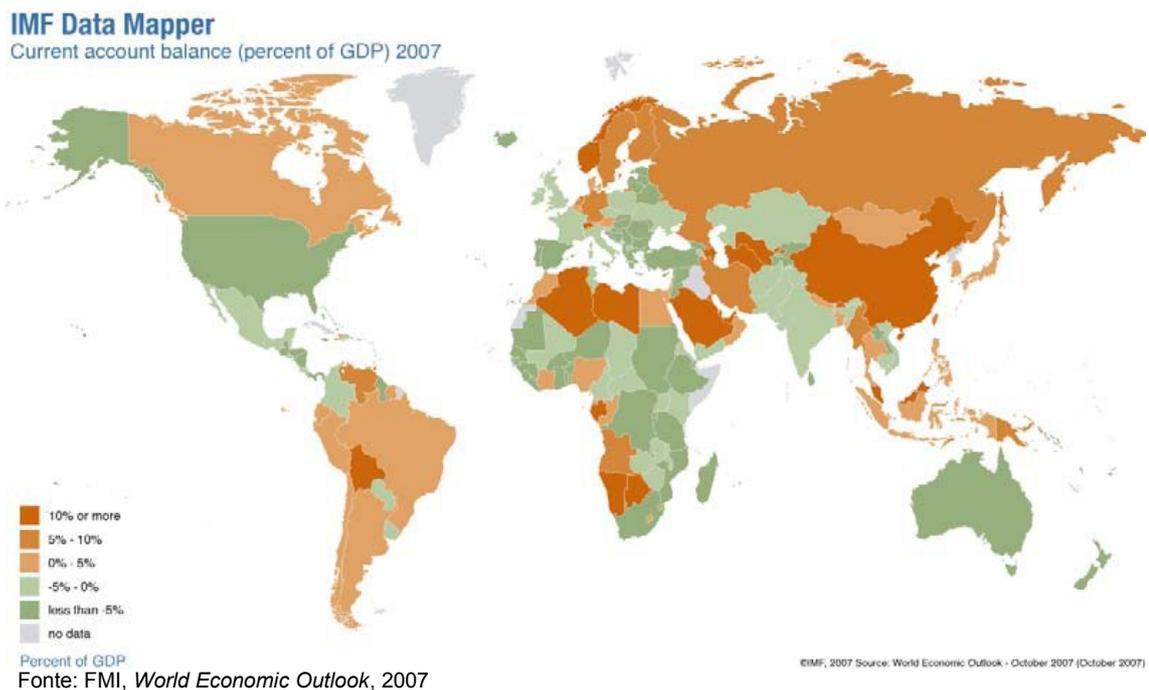


Figura 2

Os mapas acima nos mostram a alteração ocorrida, entre 1997 e 2007, na posição externa do mundo. Um detalhe que é particularmente relevante para nós, sul-americanos, é a mudança radical na situação da Conta Corrente do continente – praticamente todos países passaram da condição de deficitários para a de superavitários.

2.5.3 Crescimento dos Fundos Soberanos

A dinâmica de crescimento desequilibrado descrita acima e as novas estratégias de acumulação de reservas, por parte de governos nacionais, vistas na primeira seção deste capítulo, levaram a uma expansão bastante grande das reservas cambiais. Esse montante teria que ser aplicado em algum ativo financeiro. Tradicionalmente esses recursos são investidos em *T-bonds*²⁵ devido a sua grande liquidez e segurança, porém, como já foi relatado, o último período foi marcado por baixas taxas de juros no mercado norte-americano e também em vários países desenvolvidos, o que estimulou a busca por outros ativos financeiros na tentativa de se diminuir os custos de carregamento de reservas²⁶. Esta é a principal causa para o crescimento do número de Fundo Soberanos atuando no mundo atualmente.

Em resumo, pode-se dizer que essa combinação de globalização e crescimento econômico acelerado, um alimentando o outro, geraram um desequilíbrio estrutural na economia mundial que permitiu uma vasta expansão de reservas cambiais. Num cenário de taxas de juros muito baixas nos principais emissores de moedas de reserva – Europa, Japão e principalmente Estados Unidos – naturalmente ocorreu um incentivo a busca por diversificação de investimento.

2.6 CONCLUSÃO DO CAPÍTULO

Pelo que vimos neste capítulo, os Fundos Soberanos, que até duas décadas atrás não tinham uma maior relevância no conjunto do sistema financeiro, vêm ganhado muito

²⁵ Nome dos títulos de dívida emitidos pela Secretária do Tesouro Americano (US Treasury). São considerados os mais seguros do mundo.

²⁶ O carregamento de reservas cambiais gera custos porque obriga o Banco Central a esterilizar a intervenção. A esterilização significa que, sendo a compra de reservas com a contrapartida de moeda nacional, o Banco Central, para manter a liquidez interna num patamar condizente com a estabilidade de preços, tem que vender títulos públicos a fim de retirar o excedente de moeda nacional posto na compra de moeda forte.

importância e suscitando dúvidas e questionamentos principalmente dos países receptores desses investimentos.

Inicialmente foram criados como forma para que Estados ricos em algum recurso mineral, tipicamente países petrolíferos, pudessem investir parte das receitas financeiras da sua riqueza natural, porém durante as duas últimas décadas ocorreu um acelerado crescimento no número de novos Fundos. Não só há mais Fundos como também os já existentes aumentaram seu tamanho, atingindo números bastante formidáveis, por exemplo, já superaram os famosos “*Hedge Funds*” – Fundos especulativos bastante agressivos e influentes no mercado financeiro.

Essa expansão ocorre principalmente devido aos desequilíbrios nos fluxos comerciais e financeiros no mundo, com áreas estruturalmente superavitárias e portanto acumuladoras de ativos externos enquanto que outros países, notadamente os Estados Unidos, têm convivido com crônicos déficits externos. Dentro desse contexto de proliferação podemos inserir o Fundo Soberano do Brasil, o qual será tratado no próximo capítulo.

Os receios gerados por esse crescimento acelerado fizeram com que houvesse um pedido por uma mínima regulação no setor. Nesse sentido o FMI organizou, conjuntamente com os próprios SWF, um fórum para estabelecimento de princípios norteadores.

3 O FUNDO SOBERANO DO BRASIL

Neste capítulo, vamos tratar do Fundo Soberano do Brasil. Será apresentada a proposta do governo – incluindo as normas legais – disposta de uma maneira cronológica. A seguir, para nos ajudar a formar uma opinião, abriremos uma seção com o posicionamento, a favor e contra, de especialistas sobre a proposta.

Prosseguindo, para termos uma idéia das condições fiscais e externas para financiar o FSB, vamos apresentar as séries estatísticas dos dados julgados mais relevantes – como as necessidades de financiamento do setor público e o resultado das transações correntes – para chegarmos a uma conclusão sobre o FSB.

Para finalizar, falaremos sobre as reservas energéticas do pré-sal e de seus possíveis desdobramentos econômicos para o país, sobre os riscos trazidos pelas descobertas para o país – um possível caso de “*doença holandesa*” – e um relato sobre a experiência norueguesa com Fundos Soberanos.

3.1 A PROPOSTA

Por volta de outubro de 2007, o Ministério da Fazenda divulgou a informação de que estava estudando a criação de um Fundo Soberano. A primeira notícia dava conta que, originalmente, tal fundo seria financiando pela transferência direta de reservas cambiais do Banco Central, essa idéia foi muito mal recebida pelo Banco Central como dão conta informações divulgadas na época²⁷.

Naturalmente, o tema passou a ser pauta da mídia especializada e com isso mais informações sobre o projeto circularam nos meios de comunicação. Uma delas dava conta de que uma pré-condição havia sido estabelecida como imprescindível, a obtenção de grau de investimento²⁸ do país para que a captação de recursos fosse mais barata.

²⁷ A informação da contrariedade do Banco Central em utilizar as reservas cambiais já formadas para capitalizar o FSB consta, dentre outras notícias, na reportagem de Cristiano Romero para o Valor Econômico de 17/10/2007 – “Brasil estuda fundo para aplicar as reservas”.

²⁸ Grau de Investimento significa que os Títulos de dívida lançados são considerados seguros e por isso recebem mais demanda na compra. Normalmente investidores de longo prazo, como fundos de pensão, somente aplicam em ativos com este selo. Agências de classificação de risco concedem este status. As três principais agências são a Standard & Poor’s, Fitch e Moody’s.

Já no ano seguinte, 2008, mais precisamente em 30/04/2008 o Brasil recebeu o grau de investimento da agência *Standard & Poor's*, praticamente um mês depois, em 29/05/2009, foi a vez de a agência *Fitch* fazer o mesmo²⁹. Na esteira desses dois acontecimentos, a proposta oficial de um Fundo Soberano nacional foi apresentada em maio e foi encaminhado ao congresso nacional o projeto de lei 11.887 que instituiria legalmente o FSB.

O projeto, surpreendentemente, apresentava muitas divergências com o que vinha sendo discutido na imprensa. Primeiro, seria um fundo em moeda local, no valor de 0,5% do PIB, com intuito de aumentar a poupança do setor público e assim ajudar a combater a inflação³⁰, aliviando a pressão para que o Banco Central eleva-se a taxa de juros. Nas palavras do Ministro Mantega:

É uma poupança que está sendo feita em época de vacas gordas para um momento de vacas magras... Um dia, quando a atividade econômica retroceder, teremos recursos para evitar que a economia tenha desaceleração.³¹
Não precisamos chamar nem de Fundo Soberano. Poderíamos chamá-lo apenas de fundo fiscal.

Em tempo, o FSB manteria a idéia de aliviar a pressão para valorização do Real, facultando-lhe a possibilidade de adquirir dólares em um momento mais oportuno.

Segundo o governo as condições que propiciam a criação do FSB são³²:

Nível de reservas internacionais e posição credora do país

- a) Dívida externa líquida brasileira é negativa em 15 bilhões (março-2008)
- b) Perspectivas de reservas petrolíferas
- c) Forte fluxo de entrada de recursos externos
- d) Política Fiscal consistente: resultado nominal superavitário
- e) O superávit Nominal atingiu 0,45% do PIB no primeiro trimestre de 2008
- f) O Déficit nominal em 12 meses é o menor desde o início da série (1,64% do PIB)
- g) Grau de investimento

Os Objetivos do Fundo Soberano:

- a) Apoiar projetos de interesse estratégicos do Brasil;
- b) Ampliar a rentabilidade dos ativos financeiros mantidos pelo setor público;

²⁹ O Brasil ainda recebeu mais um grau de investimento no ano de 2009 da agência Moody's.

³⁰ No ano de 2008 a inflação sofreu um processo de aceleração. Em dezembro de 2007 a inflação – medida pelo IPCA – acumulada de 12 meses era de 4,37%, em julho de 2008, estava no patamar de 6,19%, patamar muito perto da faixa superior da meta do governo, a qual era de 6,5%. É creditada essa escalada de preços a importação de uma inflação externa originada na escalada de preços de commodities minerais e agrícolas.

³¹ Trecho retirado da entrevista em que foi anunciado a criação do FSB em 30/05/2008. Link para matéria sobre a entrevista http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL584327-9356,00-BRASIL+FARA+SUPERAVIT+PRIMARIO+ADICIONAL+DE+DO+PIB.html

³² Informações retiradas do documento de apresentação do Fundo Soberano do Brasil, em maio de 2008.

- c) Formar poupança pública;
- d) Absorver flutuações dos ciclos econômicos;
- e) Promover a internacionalização de empresas brasileiras.

Estrutura do Fundo Soberano

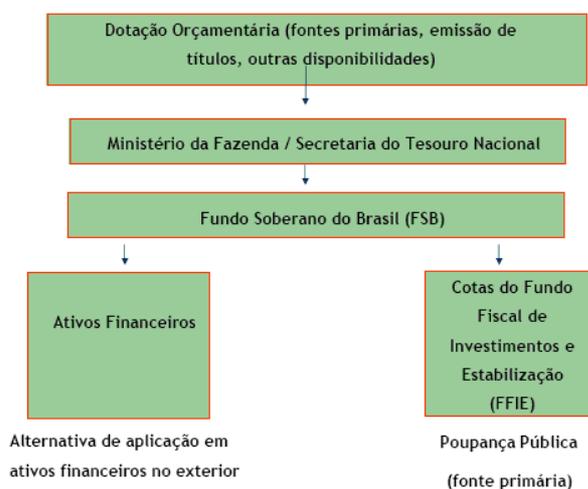


Figura 3

Fonte: apresentação do FSB pelo Ministério da Fazenda. Disponível em <http://www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/2008/maio/a130508.pdf>

A lei 11.887³³ foi à votação e aprovada em 24 de dezembro de 2008³⁴. Dentre os pontos mais importantes definidos na legislação, podemos citar as formas de atuação – a aquisição de ativos externos de forma direta ou indireta e a integralização de conta do Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização (FFIE). O FIEE terá os mesmos objetivos do FSB, mas terá caráter privado. As operações terão rentabilidade mínima estimada equivalente à taxa Libor³⁵ de seis meses. As origens previstas, no PL 11.887, dos recursos seriam dotações orçamentárias, ações de empresas estatais excedentes para o controle e o resultado das próprias aplicações financeiras do Fundo Soberano.

Na mesma data de aprovação da lei de criação do FSB, 24 de dezembro de 2008, o Executivo viu-se obrigado a editar a medida provisória 452/08, para alterar a referida lei com intuito de permitir a emissão de títulos públicos pela Secretária do Tesouro Nacional para capitalizar o Fundo Soberano, já que, quando da aprovação da lei 11887, por uma disputa política entre o governo e a oposição, o Congresso não autorizou a inclusão da transferência dos recursos orçamentários já poupados, naquele ano, ao FSB.

³³ O texto completo está no Anexo 2 desse trabalho.

³⁴ Retirado do sítio da Presidência da República em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Lei/L11887.htm

³⁵ Taxa Libor é uma taxa de juros de referência internacional. É a taxa cobrada por empréstimos no mercado interbancário de Londres.

Antes do fim do ano de 2008, a STN emitiu 10,2 milhões de títulos públicos no valor de 14,244 bilhões de Reais, visando capitalizar o FSB. Este montante equivalia, em valores da época, à poupança extra feita pelo governo.

Em maio de 2009 a MP 452 não foi apreciada pelo Senado e perdeu sua eficácia³⁶, porém através de uma brecha na legislação³⁷ os recursos já captados foram mantidos no FSB, apenas ficaram vetados novos aportes com origem na expansão da dívida pública.

Em 28 de dezembro de 2009, foi assinado o decreto 7055/2009³⁸ que regulamenta o Fundo Soberano do Brasil como estava previsto na sua lei de criação.

As novidades trazidas pelo decreto foram as seguintes: a) ficou estabelecido que a Secretária do Tesouro Nacional (STR) gerirá o FSB; b) que além de ser usada a taxa Libor como referência de rentabilidade para operações exteriores, será usada a TJLP para aplicações no Brasil. A STR elaborará semestralmente relatórios administrativos e enviará ao congresso trimestralmente relatórios de desempenho.

O governo decidiu ainda que o gestor do Fundo Fiscal de Estabilização e Investimento será o Banco do Brasil.

Conforme estava previsto na Lei 11.887, O FSB terá um Conselho Deliberativo, e, em 19 de fevereiro de 2010, foi publicado o decreto 7.113/2010 que regulamenta o CDFSB. O CDFSB será composto pelo Ministro da Fazenda, pelo Ministro do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central. Entre as atribuições³⁹ conferidas ao CDFSB estão: orientar a aplicação e o resgate de recursos, autorizar a aplicação de recursos, definir limites de exposição, aprovar metas de rentabilidade.

3.2 IMPLICAÇÕES DA CRIAÇÃO DO FSB: O DEBATE RECENTE NO BRASIL

Logo da divulgação da informação sobre a criação de um Fundo Soberano nacional em 2007, estabeleceu-se o debate de opiniões entre economistas nos meios de comunicação. A

³⁶ Uma Medida Provisória perde eficácia quando não é aprovada, ou não apreciada no prazo de até 120 dias. Perdendo a eficácia todas as suas disposições perdem a validade.

³⁷ A brecha na legislação está embasada no parágrafo 11 do artigo 62 da constituição, que tem a seguinte redação: “Não editado o decreto legislativo a que se refere o § 3º até sessenta dias após a rejeição ou perda de eficácia de medida provisória, as relações jurídicas constituídas e decorrentes de atos praticados durante sua vigência conservar-se-ão por ela regidas. (Incluído pela Emenda Constitucional nº 32, de 2001)”. Retirado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constitui%C3%A7ao.htm. Acessado em 25/02/2010.

³⁸ O texto completo está disponível no Anexo 3 do trabalho.

³⁹ A lista de atribuições do Conselho está especificada no corpo do decreto que pode ser encontrado no Anexo 4.

discussão estendeu-se durante a formatação da proposta oficial, através do projeto de lei 11887 ao longo de 2008.

De saída, foi vista de maneira muito cética, por uma boa parte dos especialistas, a idéia do fundo. Alexandre Schwartzman, ex-diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central, em uma entrevista dada à Folha de São Paulo (2007), “bombardeou” a proposta inicial de utilização das reservas do BC:

A discussão caminha com foco desviado e para o lado errado. Para que servem as reservas? É um seguro. Seria útil no Brasil contra um colapso no preço das commodities, uma desaceleração na economia mundial. Qual a proteção se esse dinheiro for parar em empresas brasileiras que serão prejudicadas em caso de crise?

Como a idéia da utilização das reservas foi rapidamente deixada de lado e novas informações iam surgindo o debate apresentou novas perspectivas críticas e favoráveis. O influente periódico Valor Econômico apresenta um editorial sobre o assunto no dia 26/11/2007, com o título “*Condições impróprias para um fundo soberano*”, o qual já dá uma noção das críticas levantadas.

Não há clareza, ainda, sobre o formato do fundo soberano, mas dificilmente haverá uma maneira de criá-lo sem que isso tenha implicações fiscais. A experiência dos arranjos já existentes no mundo indica que esses são fundos de natureza fiscal e, em geral, criados por governos que têm excedentes, na forma de superávits nominais. Não é o caso do Brasil, que carrega um déficit nominal de 2,29% do Produto Interno Bruto (PIB), segundo dados do acumulado de doze meses até setembro.

Neste mesmo texto, é referida uma coluna sobre o assunto do economista Cláudio Haddad de 22/11/2007. Nela o autor levanta uma importante questão do projeto, a eficiência do pretendido destino dado na aplicação dos recursos do FSB – a compra de ativos estratégicos para o país e o financiamento para a internacionalização de empresas nacionais.

O desempenho extraordinário do mercado de capitais nos últimos três anos e a abundância de recursos disponíveis às empresas nacionais através do sistema financeiro e de fundos de “private equity”, em condições impensáveis há pouco tempo, mostram que não há falta de financiamento para bons projetos e idéias. As boas empresas brasileiras que precisam de financiamento para se internacionalizar podem captar recursos do setor privado, sem a ajuda de um fundo como o proposto. Este só tende a gerar comportamentos nocivos de busca de privilégios e desperdício, uma vez que o sistema de incentivos conspira contra uma boa alocação de recursos por parte do burocrata administrador do fundo a ser criado.

Editorial do Valor Econômico (2008) também questiona a racionalidade do destino das aplicações e se trarão benefícios públicos.

Não faz sentido utilizar a economia fiscal na compra de dólares, que lançarão mais reais em circulação e que precisarão ser resgatados pela emissão de títulos a custos crescentes – as taxas de juros estão subindo. Muito menos utilizar os reais

economizados para subvencionar empresas brasileiras em suas investidas no exterior. Além de ser um gasto desnecessário – reduzir o custo de capital interno e a tributação seriam mais eficientes em termos competitivos – seus benefícios seriam privados, e não públicos.

A questão da maneira de viabilização financeira do FSB foi, certamente, o maior alvo de questionamentos, já que o governo não dispunha e nem dispõe de um superávit fiscal nominal. Vários economistas com grande influência expressaram suas preocupações a respeito das conseqüências para a estabilidade econômica que o Fundo Soberano poderia trazer.

Em evento para homenagear os criadores do Plano Real realizado em maio de 2008, logo a seguir da divulgação da proposta pelo Ministério da Fazenda, Edmar Bacha criticou a falta de uma poupança fiscal para a criação do FSB.

É uma má idéia porque não temos dinheiro. Ao contrário dos países asiáticos que têm recursos de sobra e aplicam o excesso em fundos, aqui nós vamos nos endividar mais do que o fundo vai render”, declarou Bacha.

Em 2008, Márcio G. P. Garcia, professor do Departamento de Economia da PUC-RJ, salienta este mesmo problema.

Culminando o processo de deterioração da política econômica, o governo vem anunciando, aos poucos, a criação de um fundo soberano. Tal iniciativa não tem justificativa econômica para o caso brasileiro. Primeiramente, o Brasil não tem mais superávit em conta corrente no balanço de pagamentos. Em segundo lugar, o governo tem déficit fiscal (nominal). Ou seja, quer se olhe do ponto de vista do país ou do governo, não há poupança a ser investida. Trata-se, portanto, de se endividar para investir.

E ainda questiona a eficácia do Fundo em ajudar a mitigar o problema da apreciação cambial – um dos objetivos tencionado pelo governo.

Qual a justificativa para o governo atuar nessa área? Duas racionalizações têm sido mencionadas: mitigar a apreciação cambial e financiar empresas brasileiras que atuam no exterior. Tendo o BC já acumulado quase US\$ 200 bilhões em reservas, em período no qual a taxa de câmbio se apreciou acentuadamente, é pouco provável que a intervenção adicional para constituir o fundo – fala-se em US\$ 20 bilhões – venha a fazer diferença significativa na taxa de câmbio.

Preocupações sobre a governança do FSB também apareceram com freqüência na imprensa. Em especial, como o Fundo fará a aplicações dos recursos, como dará a transparência necessária à boa gestão dos recursos públicos e como coordenará sua possível participação no mercado cambial com o Banco Central, que é por direito o único executor da política cambial. Em matéria do Valor Econômico (2008) sobre uma missão do FMI no

Brasil, essas mesmas indagações foram feitas pelos representantes do Fundo Monetário Internacional.

O FMI diz que a transparência das operações do fundo soberano será fundamental para a manutenção da confiança na política cambial. O projeto enviado ao Congresso permite que o Tesouro emita dívida para comprar dólares no mercado de câmbio para compor o patrimônio do fundo soberano. Para o FMI, essa intervenção deveria ser coordenada cuidadosamente com o BC.

A concorrência entre o gestor do FSB e o Banco Central no mercado de câmbio e consequentemente essas implicações para política monetária causaram muitas críticas ao projeto. Essas preocupações são expostas pelo economista Celso Ming (2007). Segue trecho da coluna.

Ora, a cotação do dólar tem forte impacto sobre a política monetária (política de juros), prerrogativa do Banco Central. É a cotação do dólar que determina os preços em reais dos produtos importados e, por tabela, boa parte dos preços internos (inflação), que é o critério de calibragem dos juros básicos (Selic).
Dá para imaginar o braço-de-ferro que a criação do fundo soberano deve aprontar na administração federal.

Naturalmente que vários artigos manifestaram-se a favor do Fundo Soberano. Ricardo Carneiro, economista da Unicamp e presidente do Centro Celso Furtado de estudos de políticas de desenvolvimento, expôs sua concordância em entrevista ao Valor Econômico (2007), ressaltando que o Fundo deveria ter forte caráter cambial, objetivando diminuir a apreciação da moeda nacional. Outro ponto levantado pelo economista seria o destino das reservas, ele se mostra a favor da proposta do governo, qual seja, aplicar os recursos em projetos estratégicos para o país.

Não podemos constituir um fundo para fazer crédito em moeda doméstica, porque isto iria jogar a cotação do dólar ainda mais para baixo e agravar a situação de sobrevalorização da nossa moeda, que já considero grave. Seria como injetar mais dólares na economia. E não pode ser uma diversificação apenas por critérios de mercado, só por conta de aumentar os rendimentos alcançados pelas reservas internacionais.

Quais deveriam ser os critérios de uso das reservas internacionais em um fundo soberano? “Poderiam ser usadas em alguns projetos de grande alcance para o País, projetos que fossem estratégicos para o desenvolvimento da economia nacional.

E quais seriam estes projetos de grande alcance?

Em primeiro lugar, a internacionalização das empresas brasileiras. Seria o financiamento para nossas grandes empresas, para a compra de empresas estrangeiras ou para a compra de equipamentos, mas basicamente tendo em vista a implantação lá fora. E também poderíamos financiar a infra-estrutura ou a energia na América do Sul, o que seria uma forma de contribuir para integração regional”.

Rodrigo Sias, economista do BNDES, em um trabalho para a revista do BNDES de dezembro de 2008, intitulado “O Fundo Soberano brasileiro e suas implicações para a política econômica”, mostra-se favorável a criação de FSB e lista três razões para tal:

Embora haja diversas críticas à proposta do governo, o projeto é interessante por três aspectos: primeiro, sinaliza a diminuição dos gastos governamentais, uma vez que os recursos do fundo virão, inicialmente, de um superávit primário maior, o que ajuda na contenção da demanda interna e facilita o trabalho do Bacen. Esses fatores contribuem indiretamente para a redução da taxa de juros e, conseqüentemente, diminui-se a pressão baixista sobre a taxa de câmbio.

Em segundo lugar, atenua o problema da apreciação cambial diretamente, já que vai retirar dólares do mercado brasileiro e direcioná-los para o exterior. Esse superávit inicial é efetivamente muito pequeno para alterar demais a taxa de câmbio, mas se constituiria num importante sinalizador para as formações de expectativas do mercado.

Por último, mostra uma preocupação de longo prazo com relação às descobertas futuras de petróleo na costa brasileira e seus efeitos do tipo “doença holandesa”.

Rodrigo Sias, ainda, assina coluna no jornal Valor Econômico de 11/08/2008 em que o mesmo assunto é enfatizado. Na coluna em questão, é feito um alerta às autoridades sobre a urgência na criação do Fundo Soberano de Riqueza nacional, segundo o autor, o Brasil já estaria vivenciado dos problemas do tipo causados pela “doença holandesa”⁴⁰ mesmo antes da exploração das reservas energéticas do pré-sal.

Qual a semelhança do Brasil com a Noruega? Ora, não se pode negar, afinal, que a volta do crescimento brasileiro se deu devido a um choque extremamente favorável no preço das commodities, que representam boa parte da nossa pauta exportadora. Isso é que está possibilitando o nosso crescimento mais robusto dos últimos 25 anos, efeito também observado nos demais países ricos em recursos naturais, como o Chile, Rússia, Dubai, Kuwait e a própria Noruega. Todos esses países já criaram seus fundos soberanos.

A evidência empírica nos mostra que não convém virarmos eternos “refêns” dos preços das commodities, historicamente voláteis. Mesmo que os preços mais altos desses produtos reflitam uma mudança estrutural da economia mundial em virtude da ascensão da China, um dia as “bolhas” estouram e os movimentos baixistas se instalam.

Deveríamos “enxugar” o excesso de divisas agora para poupar as gerações futuras de solavancos no câmbio.

O governo, também, através de seus integrantes, apresentou os argumentos que o levarão a criar um Fundo Soberano de Riqueza. Em 10/12/2007, em reportagem de Ricardo Landim, a Ministra Chefe-da-Casa Civil Dilma Roussef rebate críticas feitas ao propósito de aplicar os recursos em objetivos estratégicos do Brasil. Segundo ela, países como a China e nações Árabes fazem uma gestão estratégica de seus respectivos Fundos Soberanos de Riqueza, conjugando rentabilidade com política externa.

Existem estratégias empresarial e política conjugadas”, explicou Dilma, na sexta-feira, em São Paulo, durante o seminário “Consolidação Regional e Expansão Global das Empresas Multinacionais Latino-Americanas”, organizado pela Fundação Dom Cabral, com apoio do Valor. “É estratégia empresarial, porque contribui para o

⁴⁰ Doença Holandesa, ou “*dutch disease*”, é uma expressão criada em 1977 pela consagrada revista britânica *The Economist* para designar o problema econômico causado pela especialização produtiva em um produto primário abundante, normalmente uma commodity. A revista se referia ao declínio do setor manufatureiro holandês depois das descobertas de gás natural na costa holandesa. O tema ainda será tratado mais a frente neste trabalho.

crescimento das empresas nacionais. E é política externa, porque as empresas consideram os objetivos nacionais.

Ela citou o exemplo da China, que investe na África para assegurar o fornecimento de combustíveis e minerais. Para a ministra, a presença brasileira na África também cresceu, buscando um contraponto. "Afinal de contas, é mais natural uma relação brasileira com a cultura africana do que para o chinês", disse. "Nada contra os chineses, que são importantes no cenário internacional, mas compõem outra cultura". Para Dilma, a política externa do Itamaraty está extremamente correta.

Arno Augustin, Secretário do Tesouro Nacional, rebate, em reportagem do periódico Valor Econômico de 07/05/2008, duas críticas feitas ao FSB. Contrapondo a crítica da ineficácia do Fundo para conter a apreciação cambial então corrente, feita por vários analistas como Márcio G. P. Garcia que foi citado anteriormente, Arno Augustin afirma que o FSB não deve ser entendido como um instrumento de Política Cambial e por isso não está voltado a evitar a apreciação da taxa de câmbio. Também descartou a hipótese de concorrência entre o FSB e o Banco Central no mercado de câmbio. Na mesma reportagem, o Ministro do Planejamento Paulo Bernardo fez a mesma afirmativa, porém reconheceu que o FSB pode contribuir para o enfraquecimento da apreciação do Real.

Com relação à crítica quanto à sustentabilidade fiscal necessária para criação de tal Fundo, Arno Augustin, na mesma matéria, apresenta os argumentos do governo. O secretário afirma que o país estava passando por mudança estrutural no resultado das contas governamentais, prevê que o governo alcançaria o fim do déficit nominal em 2010 ou talvez mais cedo.

Uma equação fiscal que levará o país ao fim dos déficits nominais a partir de 2010. Ou antes disso, já que o grau de investimento reduz o custo de financiamento do Tesouro.

Neste ponto cabe lembrar que estas afirmações foram feitas antes do aprofundamento da crise financeira seguido da quebra do banco de investimento *Lehman Brothers* em setembro, o que forçou o governo a uma expansão fiscal contra-cíclica que prejudicou as metas governamentais.

Apesar das críticas apresentadas anteriormente pelo FMI, o organismo também fez elogios registrados em matéria no jornal O Estado de São Paulo (2008).

O chefe da missão do FMI que está visitando o País, José Fajgenbaum, afirmou que a criação do fundo é uma "boa idéia" porque é "uma fonte de poupança muito importante para o País.

As metas fiscais do governo também foram elogiadas pelo representante do FMI – José Fajgenbaum – como também ficou registrado na mesma matéria.

Diferentemente do que ocorria no passado, quando o FMI recomendava ao Brasil aumentar o esforço fiscal, Fajgenbaum avaliou que a meta atual está de acordo com as necessidades do País. Ele classificou de “bom” o superávit de 4,5% do PIB realizado no primeiro trimestre e, portanto, acima da meta de 2008.

Por fim o Ministro da Fazenda Guido Mantega (2008) rebateu as críticas que o FSB fugiria muito ao padrão dos demais Fundos Soberanos existentes no mundo.

O FSB é mesmo diferente dos fundos de outros países, é adequado para as necessidades brasileiras", disse. "Existe sim espaço fiscal e poderia se chamar fundo fiscal cambial (em vez de soberano).

Essas opiniões expressam o “*ácido*” debate estabelecido em torno do Fundo Soberano do Brasil, tendo ficado claro que entre os analistas a criação deste não é uma idéia com majoritário respaldo.

3.3 ALGUMAS EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Para a consecução do objetivo da presente monografia, qual seja, responder a pergunta se o Fundo Soberano do Brasil é um caso típico, é imprescindível que se apresente e analise algumas séries de dados, como os resultados dos últimos anos das contas públicas, da dívida, da conta corrente e a evolução das reservas internacionais.

Como já vimos no capítulo 2, as formas de financiamento dos Fundos Soberanos são uma importante maneira de classificá-los. Esse também é um ponto de grande debate e por conseguinte discórdia entre os analistas como foi visto na seção anterior. Segundo muitos destes especialistas, somente países que possuem superávits gêmeos poderiam constituir um Fundo Soberano.

É dito que um país possui superávits gêmeos quando o governo apresentar um resultado positivo orçamentário combinado com país possuir um saldo positivo de suas transações correntes com o exterior.

Iremos começar pelo resultado do país com o exterior por julgarmos este o dado mais importante, já que a criação de um Fundo Soberano nada mais é que a acumulação de ativos externos por um país ou um governo nacional mais especificamente.

Abaixo temos o resultado do Balanço de Pagamentos do país para as últimas duas décadas. Estão discriminadas as contas julgadas mais relevantes.

Balanço de Pagamentos (US\$ milhões)					
Discriminação	TRANSAÇÕES CORRENTES	Balança comercial (FOB)	Serviços e Rendas	CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	RESULTADO DO BALANÇO
1990	-3784	10752	-15369	4592	481
1991	-1407	10580	-13543	163	-369
1992	6109	15239	-11336	9947	14670
1993	-676	13299	-15577	10495	8709
1994	-1811	10466	-14692	8692	7215
1995	-18384	-3466	-18541	29095	12919
1996	-23502	-5599	-20350	33968	8666
1997	-30452	-6753	-25522	25800	-7907
1998	-33416	-6575	-28299	29702	-7970
1999	-25335	-1199	-25825	17319	-7822
2000	-24225	-698	-25048	19326	-2262
2001	-23215	2650	-27503	27052	3307
2002	-7637	13121	-23148	8004	302
2003	4177	24794	-23483	5111	8496
2004	11679	33641	-25198	-7523	2244
2005	13985	44703	-34276	-9464	4319
2006	13643	46457	-37120	16299	30569
2007	1551	40032	-42510	89086	87484
2008	-28192	24836	-57252	29352	2969
2009	-24334	25347	-52945	70551	46651

Quadro 2

Fonte: quadro de laboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil obtidos em <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>

No quadro acima, podemos observar uma importante reversão da tendência ocorrida no ano de 2003, na conta de Transações Correntes. Dos treze anos anteriores apenas em 1992 a conta havia fechado positiva, a partir de 2003, o país acumulou seis anos seguidos em que exportou bens e serviços mais do que importou, tornando-se um exportador líquido de poupança – um fato bastante atípico. Apenas nos anos da Segunda Guerra mundial e durante a crise da dívida externa do início dos anos 1980⁴¹ podemos ver resultados assemelhados.

A alteração nas Transações Correntes, mesmo que esta já mostre sinais de volta ao padrão histórico, permitiu uma importante mudança na posição do país frente ao mercado financeiro mundial. De país devedor para país credor líquido com o resto do mundo. Essa situação é muito bem ilustrada pelo, podemos dizer, fato histórico de o país ter emprestado cerca de US\$ 10 bilhões ao FMI, medida anunciada em junho de 2009.

⁴¹ No apêndice do capítulo pode-se ver o quadro completo, com dados dos últimos 50 anos.

O quadro abaixo, contendo os valores da dívida bruta e líquida do país e o montante acumulado de reservas internacionais, demonstra essa mudança na posição do Brasil. A partir de 1999 a dívida líquida cai acentuadamente e reverte completamente no ano de 2007, quando o país passa a condição de credor líquido com o resto do mundo.

As reservas internacionais crescem fortemente a partir de 2005, quase quintuplicando o valor dessa data no ano fim do ano de 2009. Cabe lembrar que, no período, o mundo passou pela gravíssima crise desencadeada pelo setor imobiliário americano, e mesmo assim não houve uma fuga e massa de capitais e a tendência a acumulação de reservas se manteve.

Data	3682 - Dívida bruta (Registrada e não registrada/Pública e privada) - anual - US\$ (milhões)	3683 - Dívida externa líquida - anual - US\$ (milhões)	3545 - Reservas internacionais - Conceito liquidez - Total - anual - US\$ (milhões)
1990	123.438,50	104.888,80	9.973
1991	123.910,40	107.869,40	9.406
1992	135.948,80	99.625,70	23.754
1993	145.725,90	98.645,20	32.211
1994	148.295,20	88.203,50	38.806
1995	159.256,00	92.347,40	51.840
1996	179.934,00	100.561,80	60.110
1997	199.997,50	130.854,70	52.173
1998	241.643,63	182.267,03	44.556
1999	241.468,84	190.318,67	36.342
2000	236.156,61	190.316,99	33.011
2001	209.934,26	162.704,10	35.866
2002	210.711,32	164.999,14	37.823
2003	214.929,64	150.992,59	49.296
2004	201.374,11	135.702,18	52.935
2005	169.450,35	101.082,34	53.799
2006	172.588,91	74.821,37	85.839
2007	193.218,88	-11.947,61	180.334
2008	198.340,23	-27.683,08	193.783
2009	198.193,78	-61.780,71	238.520
Fonte	BCB-DEPEC	BCB-DEPEC	BCB-DEPEC

Quadro 3

Fonte: quadro de elaboração própria com base nos dados obtidos no sítio do Banco Central do Brasil em <http://www4.bcb.gov.br/?SERIEST>

Quanto ao resultado fiscal, o Quadro 3 nos mostra os resultados consolidados do setor público como percentuais do PIB também das duas últimas décadas e pagamento de juros totais no mesmo período. Obviamente que qualquer comparação anterior ao Plano Real fica prejudicada dada à hiperinflação da época.

ANO	NFSP (% do PIB) - setor público consolidado - total do ano	Juros Nominais (% do PIB) - setor público consolidado - total do ano
1991	26,75	29,45
1992	45,74	47,4
1993	64,83	67,02
1994	26,97	32,18
1995	6,66	6,91
1996	5,42	5,33
1997	5,67	4,78
1998	7,4	7,41
1999	9,03	11,95
2000	4,18	7,41
2001	4,76	8,14
2002	9,61	12,82
2003	3,79	7,14
2004	2,62	6,42
2005	3,17	7,1
2006	3,45	6,69
2007	2,59	5,97
2008	2,01	5,55
2009	3,22	5,27

Quadro 4

Fonte: elaboração própria com base nos dados obtidos no site do Banco Central do Brasil em <http://www4.bcb.gov.br/?SERIEST>

Analisando as necessidades de financiamento do setor público, podemos observar uma trajetória cadente de busca de recursos para cobrir a falta de caixa do Tesouro Nacional. Porém como foi ressaltado por muitos economistas na seção anterior o Brasil nunca chegou a ter um superávit nominal no período, o que evidencia o problema do custoso financiamento do Fundo Soberano do Brasil, já que não possuindo caixa, o governo teria que ir ao mercado tomar recursos para viabilizá-lo.

Essa tendência de melhora das contas públicas fica mais clara no gráfico abaixo, onde podemos ver uma linha de tendência negativamente inclinada. Podemos notar a perda da tendência no ano de 2009, fato que pode ser bem explicado pelas medidas anti-cíclicas feitas governo para combater a crise econômica mundial.

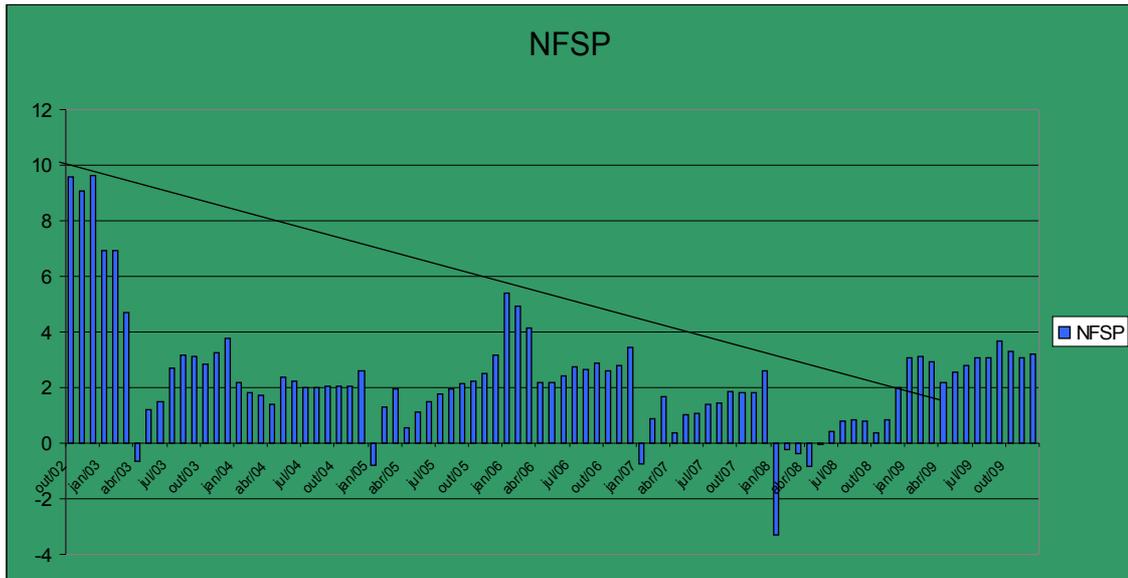


Gráfico 13

Fonte: elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil

Segundo a perspectiva do Ministério da Fazenda, quando do lançamento do Fundo Soberano do Brasil, o país atingiria o superávit nominal no ano de 2010, o que de acordo com o gráfico parecia uma possibilidade bem concreta antes da recessão provocada pelo setor imobiliário americano.

3.4 A QUESTÃO DO PRÉ-SAL E A DOENÇA HOLANDESA

Nesta parte do trabalho vamos falar das conseqüências das descobertas das reservas energéticas do pré-sal. O tema está relacionado com o Fundo Soberano do Brasil, na medida em que o governo declara que uma das razões para criação do Fundo seria as perspectivas de forte ingressos de recursos fiscais e externos com o começo da exploração dos campos petrolíferos e que parte destes recursos seriam direcionados para o FSB para prevenir os males causados por aquilo que ficou conhecido na literatura econômica como “*doença holandesa*”.

Aparentemente, o FSB comporia conjuntamente com as novas regras de exploração de petróleo, o arcabouço institucional idealizado pelo governo para por em marcha a exploração das novas reservas energéticas e garantir, ao mesmo tempo, que o país não desperdiçará seus rendimentos. Esse arcabouço foi claramente inspirado na experiência norueguesa.

Em uma entrevista ao diário econômico inglês, *Financial Times*, de 09 de julho de 2008, o Ministro da Fazenda Guido Mantega explicita esse pensamento governamental e chega a fazer uma estimativa do tamanho do FSB depois de receber os recursos do pré-sal, segundo ele o Fundo poderia chegar a ter entre 200 e 300 bilhões de dólares em ativos em até 5 anos.

3.4.1 O Pré-Sal

No dia 08 de novembro de 2007, a Petrobras anunciou a descoberta de um imenso reservatório de petróleo e gás na Bacia de Santos⁴². Chamado de Campo petrolífero de Tupi, estima-se, de acordo com informações da época do anúncio, que tenha entre 5 e 8 bilhões de barris de petróleo recuperáveis.

“Tupi” localiza-se na camada *pré-sal*, região que ganhou esse nome por ficar abaixo dos depósitos de sal⁴³. Tem 800 km de extensão, do litoral do Espírito Santo ao litoral de Santa Catarina, a uma profundidade de 7000 metros, passando por três bacias sedimentares – Bacia de Santos, Bacia de Campos e Bacia do Espírito Santo⁴⁴.

Quanto às reservas de petróleo contidas na camada *pré-sal*, as estimativas ainda são muito imprecisas. Na entrevista do Ministro Guido Mantega ao *Financial Times* ele menciona estimativas do governo da ordem de 40 a 50 bilhões de barris de petróleo. Estudos privados, como o “*Global Equity Research, Q-series: Global Oil Services*” do banco suíço UBS, também apontam para um montante parecido de reservas petrolíferas.

Ainda há estudos de especialistas como Marcio Rocha Mello, geólogo e ex-funcionário da Petrobras, que afirmam que a área do pré-sal se estende até a costa do Ceará, ampliando em muito as estimativas de reservas. Em matéria da agência de notícias *Reuters*, de 17 de outubro de 2008, Marcio Rocha Mello afirma que o total de reservas pode ultrapassar os 100 bilhões de óleo e gás.

O diretor-geral da ANP Haroldo Lima afirmou em 14/04/2008 que a agência teria recebido informações que o campo BM-S-9 da Bacia de Campos teria 5 vezes o volume de *Tupi*, cerca de 33 bilhões de barris, a Petrobras a época não quis fazer comentários.

⁴² **Bacia de Santos** é uma bacia sedimentar localizada na plataforma continental brasileira. Nesta bacia localizam-se campos petrolíferos em produção e grandes reservas por serem exploradas. Fonte Wikipédia. Extraído de http://pt.wikipedia.org/wiki/Bacia_de_Santos

⁴³ Ver anexo 5.

⁴⁴ Ver anexo 5.

Se as estimativas se concretizarem o Brasil passará a ter local de destaque dentre os maiores produtores do mundo.

Posição	País	Barris (em bilhões)
1º	Arábia Saudita	264
2º	Irã	138
3º	Iraque	115
4º	Kuait	102
5º	Emirados Árabes Unidos	98
6º	Brasil (com pré-sal)	93
7º	Venezuela	87
8º	Rússia	79
9º	Líbia	42
10º	Cazaquistão	40
15º	Brasil (sem pré-sal)	13

Quadro 5: Posição das maiores reservas de petróleo em comparação ao Brasil

Fonte: Elaborado pela revista Veja tendo como fonte a Petrobras e British Petroleum

O certo é que apenas contando os campos já descobertos como Tupi as reservas brasileiras de petróleo saltaram de 14 bilhões para cerca de 33 bilhões de barris de petróleo⁴⁵.

Atualmente a produção de petróleo no Brasil fica na casa de 2 milhões de barris dia⁴⁶, o que já é o suficiente para o abastecimento interno. Com a possível entrada em operação, daqui a alguns anos, dos novos dos novos campos, a produção nacional é capaz de dar um grande salto, provocando um grande choque nas relações de trocas do país com o exterior, gerando um superávit estrutural do balanço de pagamentos. Segundo estimativas divulgadas na imprensa, a produção perto de 2015 poderia passar de 3,5 milhões de barris de petróleo.

⁴⁵ Fonte Wikipédia em http://pt.wikipedia.org/wiki/Pr%C3%A9-sal#cite_note-6

⁴⁶ Fonte da informação sobre a produção brasileira é imprensa corrente. Abaixo temos dois links de matérias de duas importantes publicações nacionais (revista de negócios Exame e jornal Folha de São Paulo) que confirmam a informação. <http://www1.folha.uol.com.br/foalha/dinheiro/ult91u530547.shtml> e <http://www1.folha.uol.com.br/foalha/dinheiro/ult91u530547.shtml>.

3.4.2 A Doença Holandesa

Num artigo de 1977, a conceituada revista inglesa “*The Economist*” cunhou a expressão Doença Holandesa ou “*dutch disease*”, que a maneira como o termo foi popularizado, para rotular uma transformação que havia ocorrido na estrutura produtiva holandesa a partir da descoberta de campos de gás no Mar do Norte. A doença holandesa é tema recorrente de debate na atual conjuntura nacional⁴⁷. Mesmo antes das descobertas do pré-sal, já havia quem apontasse o país como uma “vítima” da Doença Holandesa devido ao seu grande diferencial produtivo no setor primário e de sua grande produção de minério-de-ferro, ainda mais em tempo de generalizado aumento de preços de toda sorte de commodities. Segundo estes analistas, a produção de minério e de produtos primários causaria os mesmos efeitos que a exploração do gás do Mar do Norte causou a economia holandesa.

No início dos anos 60, a Holanda descobriu vastas reservas de gás natural no Mar do Norte. Toda essa riqueza, ainda mais valiosa após o primeiro choque do petróleo, acabou gerando um efeito perverso para a economia holandesa – o declínio da participação da produção industrial no Produto Interno Bruto holandês. Tal efeito, completamente imprevisto, virou tema relevante de análise por parte dos economistas.

Num trabalho clássico de 1982, W. M. Corden e J. Peter Neary desenvolvem um modelo básico que explica o mecanismo por trás da “doença holandesa”. Primeiramente, divide-se uma economia que esteja vivenciando uma experiência como a da Holanda em três setores: *the booming sector* – no caso holandês, a produção de gás natural; *the lagging sector* – o setor atrasado ou tradicional; e, por último, o *nontradable sector* – o setor que fundamentalmente produz apenas para a demanda interna, por exemplo, construção civil e serviços. Com essa divisão, é possível visualizar o que ocorre com o setor industrial tradicional, quando da descoberta, por exemplo, de grandes reservas de uma commodity mineral como o gás natural ou petróleo.

⁴⁷ Como ilustração da discussão sobre a doença holandesa, podemos citar textos do professor e ex-Ministro da Fazenda, Luis Carlos Bresser Pereira, que tem escrito bastante sobre o tema. Em “*Desindustrialização e doença holandesa*”, publicado no jornal Folha de São Paulo de 09/04/2007, Bresser Pereira já levanta a questão dos efeitos da exportação de commodities agrícolas sobre a indústria nacional. Como ilustração crítica a idéia de doença holandesa no Brasil podemos citar o texto “*A falácia da doença holandesa no Brasil*” de 03/2006 dos autores Sidney Nakahodo e Marcos Jank.

Ocorre uma espécie efeito *crowding out*⁴⁸ sobre o setor tradicional pelos outros dois setores da economia descritos no modelo. Primeiro, o chamado de efeito direto, que nada mais é do que a migração dos fatores de produção – capital e trabalho – para o setor em crescimento (*booming sector*). Os fatores de produção são atraídos pelas possibilidades de maiores rendimentos neste setor. Em relação ao trabalho, que no modelo é considerado como o fator mais flexível, a mudança é considerada residual, pois setores extrativistas são geralmente pouco intensivos em mão de obra.

Mais importante é o efeito causado na demanda de produtos do “*nontradable sector*”, chamado efeito indireto. O aumento da renda causado pelas novas riquezas aumenta a demanda por este último tipo de produção, causando um conseqüente aumento de sua lucratividade e dos salários daqueles que trabalham neste setor. Tal acontecimento determina a migração dos fatores de produção – capital e trabalho – para essas atividades. Como o “*booming sector*” possui também uma rentabilidade alta, essa migração acaba vindo basicamente do setor industrial tradicional da economia. Visto que o “*nontradable sector*” abrange atividades altamente empregadoras de mão de obra como a construção civil, varejo e serviços de todo tipo, acaba sendo o maior responsável pelo efeito “*crowding out*” sobre o “*lagging sector*” em relação à força de trabalho.

Este êxodo dos fatores de produção do setor tradicional para os outros é chamado “*resource movement effect*”.

Há também o efeito, chamado de “*spending effect*”, causado pelo aumento real dos salários, que o gás ou qualquer outra fonte de riqueza acarreta a toda economia, tirando competitividade dos setores mais vulneráveis.

Em termos macroeconômicos, o que ocorre é o seguinte: o setor que explora as reservas minerais provoca um aumento consistente da poupança nacional frente ao resto do mundo, esta alteração de preços relativos impacta a economia interna, aumentando os preços dos fatores de produção – capital e trabalho. Esse impacto pode ocorrer de duas maneiras distintas, dependendo do tipo de política cambial que o país adote.

Se for câmbio fixo, os aumentos de fluxos de moeda forte, gerados pela exploração dos recursos naturais, terão que ser compensados através de emissões de moeda nacional, a fim de se manter a taxa de câmbio inalterada. Esse aumento da base monetária trará impacto na inflação causando o efeito para cima dos preços dos fatores de produção.

⁴⁸ O termo “*crowding out*” é usado comumente em economia para se referir a uma redução do consumo ou investimento privado devido a um aumento do gasto público. Se este for financiado através de um aumento de impostos, o consumo privado é afetado. Se, é financiado através de empréstimos o investimento privado cai devido ao conseqüente aumento das taxas de juros. Fonte: Wikipédia em http://en.wikipedia.org/wiki/Crowding_out_%28economics%29.

Se o sistema cambial for flutuante, o ajuste do desequilíbrio ocorre diretamente na taxa nominal de câmbio. As novas receitas cambiais, geradas no “*booming sector*”, causaram um apreciação da moeda nacional, elevando, relativamente ao resto do mundo, os preços do capital e do trabalho.

No fim das contas, o setor tradicional acaba ficando menos competitivo e por tanto perdendo a atratividade para investimentos e também mão de obra para os outros dois setores, os quais contam com alguma forma de proteção frente à concorrência externa: uma produtividade relativamente elevada – no caso o setor em crescimento – e custos impeditivos ou barreiras naturais à importação – no caso do setor de bens não comercializáveis.

É pertinente esclarecer que o setor tradicional descrito no modelo pode ser tanto industrial quanto primário, já que a atividade agropecuária tradicional também sofreria as mesmas conseqüências descritas no modelo acima.

Cabe ainda fazer um adendo sobre a diferença entre Doença Holandesa e Maldição de Recursos Naturais, apesar de serem conceitos próximos, pois tratam de problemas relacionados com setores secundários atrofiados e decadentes, possuem diferenças. O primeiro diz respeito ao que tratamos nesta seção, um conceito aplicável a qualquer país, desenvolvido ou em desenvolvimento. O segundo se refere a um problema causado por aspectos sociológicos, institucionais e políticos de sociedades que apesar de possuírem alguma excepcional riqueza natural, mantêm-se atrasadas socialmente, em contraste com países pobres em recursos naturais, como Japão e Coréia, que atingiram um nível bem mais elevado de bem estar social.

Dentro de nossa perspectiva, não cabe falar de maldição dos recursos naturais no Brasil, pois o país não se enquadra nos parâmetros de fraqueza institucional típicos dos países que sofrem com esse problema. Por esse motivo esta é uma dificuldade que não pode ser resolvida com a criação de um Fundo Soberano, pois abrange outros aspectos que os econômicos.

3.4.3 O Modelo Norueguês – Fundo Soberano Norueguês

A importância de se relatar a experiência norueguesa tem várias razões: não só é uma experiência similar à que a economia brasileira está para vivenciar com o pré-sal, mas também foi eleita pelo Governo Federal como modelo para a criação de futuras instituições reguladoras.

Dentro deste contexto, insere-se o Fundo Soberano da Noruega, que é parte do *framework* adotado pelo governo escandinavo para combater a doença holandesa e assegurar o desenvolvimento de longo prazo da nação.

Para entendermos melhor o caso norueguês, antes de falarmos sobre o Fundo Soberano, cabe mencionar os principais acontecimentos no país escandinavo desde a descoberta do petróleo no Mar do Norte e um breve resumo do histórico econômico do período.

Em 1963, a Noruega estabeleceu direitos de exploração sobre os recursos naturais do Mar do Norte. Em 1966, uma companhia privada começou a exploração, em 1969 foram encontradas vastas reservas de petróleo. Em 1972, a criação da *Statoil*, estatal petrolífera, foi aprovada no parlamento norueguês. Em 1985, foi criada a “*State's Direct Financial Interest*”, entidade que detém legalmente as licenças de exploração dos campos de petróleo e gás governamentais. Até 2001, a SDFI era administrada diretamente pela Statoil, porém, nesse mesmo ano, ela deixou de fazê-lo, por ter aberto seu capital na Bolsa de Valores de Oslo. Para substituir a Statoil na administração das reservas governamentais foi criada outra empresa – a Petoro, esta totalmente controlada pelo governo norueguês, mas que apenas faz a gestão da SDFI sem operar diretamente campos de extração.

Depois do início da exploração das reservas de hidrocarbonetos nos anos 70 e do primeiro choque do petróleo, a economia norueguesa viveu um boom. O crescimento econômico se acelerou, os gastos públicos foram expandidos principalmente com benefícios sociais como a previdência. Porém a inflação também aumentou. Foi um período de bastante instabilidade que foi agravado principalmente com a forte queda dos preços do petróleo no meio da década de 80, o que obviamente teve sérias consequências para o PIB norueguês na época.

Tore Eriksen, secretário geral do Ministério das Finanças norueguês, num trabalho de 2006 sobre o Fundo Soberano, disserta sobre as experiências vividas pelo governo norueguês e incorporadas na elaboração da política econômica atual.

Today's formulation of economic policy reflects the experience gained and the lessons learnt in the two first decades of the petroleum era, the 1970s and 1980s. At the time, Norway experienced wide fluctuations in economic activity. Inflation

became high and variable. The fluctuations were reinforced by oil price shocks and the use of expected state revenues from oil production. Actually, we spent a large share of our expected petroleum wealth in the 1970s and 1980s. Welfare schemes were expanded significantly. The designed pension system implied immensely increasing liabilities as the system would mature and the population age. Current public spending crowded out manufacturing industry. Domestic demand grew very rapidly, and a credit bubble developed. The bubble burst in 1986, simultaneously with a significant drop in oil prices. The consequences were severe with a recession that was deeper than would have been the case if we had maintained a larger and more competitive manufacturing sector. Norwegian industry lost export market shares in the late 1980s in spite of the booming conditions abroad and substantial capacity slack at home.

Nas próprias palavras do representante norueguês, o país estava vivendo uma fase de desindustrialização. O setor manufatureiro perdendo espaço para a indústria petroleira e para o setor público. Então para minimizar esses problemas o governo cria em 1990 o “*O Norwegian Government Petroleum Fund*”, através do “*Act on the Government Petroleum Fund*” estabelecido pelo parlamento.

A experiência pretérita ensinou aos noruegueses que o gasto de todas as receitas auferidas pela exploração das reservas energéticas amplifica os efeitos das oscilações no valor dessas reservas. O que é algo bastante comum nesse tipo de mercado.

A idéia, por trás do Fundo, seria poupar parte desses recursos hoje para garantir que gerações futuras possam desfrutar das receitas de exploração desses recursos limitados. Mais especificamente os objetivos do Fundo são três⁴⁹:

- a) Proteger a política fiscal e monetária de desdobramentos das oscilações do preço do petróleo (meta de estabilidade);
- b) Transformar recursos naturais de ativos reais em ativos financeiros, a fim de permitir que as gerações futuras possam ser beneficiadas (meta intergeracional);
- c) Evitar a apreciação cambial e o demasiado aquecimento da demanda interna, com possíveis repercussões nos preços internos (meta de competitividade).

Efetivamente os recursos começaram a ser aplicados em 1996. Hoje o Fundo Soberano soma um montante de NOK 2 640 bilhões de coroas norueguesas⁵⁰, que segundo a taxa de cambio corrente⁵¹ corresponderia a cerca de US\$ 445.283.519,77. Projeções do Banco Central da Noruega indicam que no ano de 2015 o valor do Fundo seja de NOK 4.769.100.000,00 coroas norueguesas.

⁴⁹ Ver Cagnin et al. (2008)..

⁵⁰ Fonte Banco Central norueguês http://www.norges-bank.no/templates/article___41397.aspx

⁵¹ A taxa de câmbio utilizada foi de 5,928 por dólar. A fonte foi o Google, que usa as taxas fornecidas pelo banco Citibank.

Valor de mercado entre 1998-2009. Em bilhões de NOK

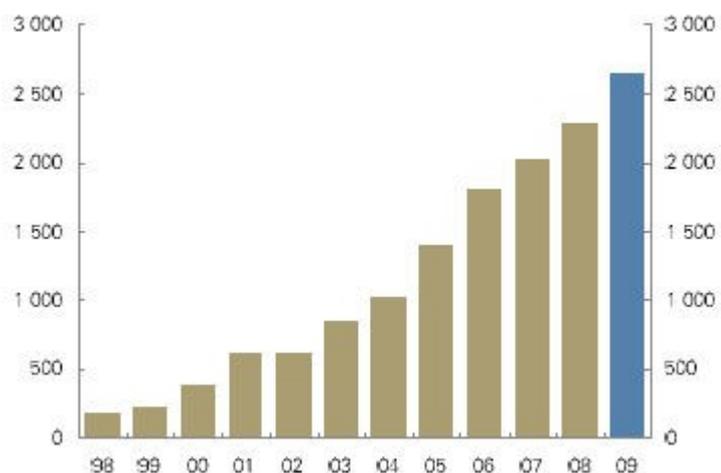


Gráfico 14

Fonte: *Norges Bank Investment Management (NBIM)*, disponível em <http://www.nbim.no/en/Investments/Market-Value/>. Acessado em 30/03/2010.

Um braço do Banco Central norueguês, chamado *Norges Bank Investment Management*, faz a gestão do Fundo, porém quem define as estratégias de longo-prazo é o Ministério das Finanças.

Os recursos chegam ao fundo de maneira mais considerável por meio de taxas, royalties e os lucros da empresa Petoro. O orçamento governamental é separado dos recursos arrecadados com o petróleo, porém este deve financiar o Tesouro se ele estiver em déficit, somente repassando ao Fundo uma eventual sobra. Por esse motivo é que apenas em 1996 o Fundo passou a receber recursos. Anteriormente todo o montante era usada para cobrir o déficit orçamentário. Vale destacar que a partir de 2001, foi introduzida uma regra que limita os repasses do Fundo ao governo em cerca de 4% do seu patrimônio, este é o retorno esperado dos investimentos a longo-prazo.

4 CONCLUSÃO

Criados há mais de 50 anos, os Fundos Soberanos de Riqueza são uma antiga forma institucional de países administrarem a acumulação de riqueza.

Os Fundos surgiram primeiro devido à necessidade de países pequenos riquíssimos em algum tipo de commodity gerenciar vultosas receitas advindas da exploração desse bem. Típico caso das nações árabes exportadoras de petróleo. Esses países por, na maioria das vezes, serem pequenos e/ou subdesenvolvidos não tinham onde internamente investir esses recursos, por isso passaram a investir nos mercados desenvolvidos e para isso criaram a figura dos Fundos Soberanos de Riqueza.

Até a década de oitenta, possuir um veículo de investimento desses foi praticamente uma exclusividade de países ricos em algum valioso recurso natural, porém a partir da década de noventa o mundo passou a ter uma nova dinâmica de crescimento econômico fortemente apoiada na expansão do comércio internacional. Isso criou países estruturalmente poupadores e por isso exportadores de poupança e outros estruturalmente tomadores de empréstimos ou importadores de poupança. Os Estados Unidos se caracterizou por ser o principal importador de poupança do mundo. No período o saldo negativo na balança comercial e de transações correntes americanos aumentou fortemente, e em consequência disso, o país passou a aumentar o seu passivo externo. Esse cenário ainda foi bastante agravado quando a administração Bush promoveu crescentes déficits fiscais através de reduções em impostos.

Os déficits gêmeos acima descritos da economia norte-americana provocaram uma farta oferta de dólares na economia mundial. Os países mais beneficiados foram as economias exportadoras asiáticas, que viram suas vendas externas darem saltos anualmente. Dentro desse espectro de países, podemos relacionar a China, Coréia do Sul, Taiwan, Tailândia. Seja por uma tradição de poupança da população daquela região, que tem o Japão como um caso clássico, ou por uma ação deliberada dos governos de manter suas moedas subvalorizadas numa espécie de política econômica mercantilista, o fato é que essas nações acumularam grandes somas de moeda forte e sentiram a necessidade de aplicar esses recursos de uma maneira mais agressiva e rentável que as tradicionais aplicações de reservas externas que geralmente se guiam pela segurança do investimento e assim têm baixo retorno. Assim uma nova onda de Fundos Soberanos foi criada.

Esse movimento explica em parte o salto na criação de Fundos a partir dos anos oitenta. Outra explicação se dá pelo forte crescimento econômico do mundo, o que gerou um

aumento na demanda por todo tipo de *commodity*, elevando seus preços e assim também a receita dos países produtores desses produtos.

Nesta mudança, está inserido o Brasil e a proposta de criação do seu Fundo. Desde o início dos anos 2000 o país viu seu saldo com o exterior mudar radicalmente para uma condição superavitária. As exportações brasileiras de commodities agrícolas e minerais cresceram bastante, como exemplo podemos citar os casos do complexo soja e carnes, nos quais nos tornamos líderes mundiais. Entre os minérios, o de ferro, que o Brasil é o maior exportador mundial, foi um dos que teve seus preços mais majorados, como foi demonstrado na seção 2.3.3. Isso possibilitou ao país acumular uma grande quantidade de reservas cambiais, passar à condição de credor líquido com o exterior e, por fim, pleitear a criação de um Fundo Soberano.

No nosso entendimento, a proposta num primeiro momento tinha como principal objetivo mitigar a apreciação da moeda nacional e, assim, manter a competitividade da economia frente ao exterior. A questão do declínio do Dólar frente ao Real sempre se mostrou um ponto de divergência entre a equipe do Ministério da Fazenda e a do Banco Central. A Fazenda, desde a posse do Ministro Guido Mantega, sempre quis uma maior intervenção no câmbio para manter o Real mais depreciado, no entanto estava de “mão atadas”, pois o Banco Central é legalmente o responsável pela política cambial. Assim, dentro da nossa perspectiva, o Fundo Soberano seria uma forma de a Fazenda atuar no mercado cambial a favor de um Real menos apreciado.

Na proposta final encaminhada, o objetivo cambial está presente conjugado com outros – ampliar a rentabilidade dos ativos financeiros, formar poupança pública, absorver flutuações dos ciclos econômicos, apoiar projetos de interesse do país e promover a internacionalização de empresas brasileiras.

Nesse ponto, começam os problemas do FSB em nossa opinião. Há uma aparente contradição nos objetivos acima mencionados. Dentro da classificação de objetivos do FMI, o Fundo brasileiro teria características de mais de um tipo. Podemos citar como contraditório os objetivos de absorver flutuações dos ciclos econômicos, um típico Fundo de Estabilização, e de aumentar a rentabilidade dos ativos externos do governo, um fundo do tipo Fundo de Investimento. Enquanto o primeiro investe prioritariamente em ativos seguros e líquidos para assegurar que os recursos estejam disponíveis no momento de baixa, o segundo tipo age de maneira oposta, buscando uma rentabilidade mais alta e para isso está mais propenso ao risco.

Como conciliar uma rentabilidade alta com segurança no investimento? A luz da teoria econômica, essas são duas grandezas inversamente proporcionais, ou seja, o aumento de uma

implica necessariamente a diminuição da outra, representando assim um *trade off*. É certo que combinações de estratégias diversificadas de investimentos podem ser feitas, alocando parte dos recursos em ativos com maior rentabilidade e parte em ativos mais seguros, mas certamente objetivar um aumento de rentabilidade conjugado com liquidez e segurança é mais complicado que perseguir apenas uma dessas metas.

Incentivar a internacionalização das empresas brasileiras não se enquadra como função de Fundo Soberano, em nenhuma classificação que foi pesquisada. E ainda diverge do objetivo de aumentar a rentabilidade dos ativos do governo, já que o investimento seria feito sem olhar somente para o retorno potencial, pois estaria condicionado a buscar isto apenas dentre as empresas brasileiras dispostas a internacionalizar suas operações. Sem falar na abertura de brecha para corrupção, utilizando os recursos do Fundo para privilegiar determinados grupos empresariais de acordo com a vontade do governante do momento.

Apoiar projetos de interesse estratégicos do país pode fazer o FSB despendar recursos em ativos não rentáveis e/ou não seguros.

Essa variedade de objetivos faz com que o FSB não se enquadre em uma classificação única de Fundos Soberanos. Tendo um caráter misto, não é um caso típico, já que não se encaixa em um padrão que logicamente foi criada de acordo com as experiências mais comuns. Essa questão foi muito bem apontada por Alexandre Schwartzman na sua crítica ao FSB exposta na seção 3.2. Para nós fica claro que o Fundo Soberano do Brasil nasce com uma dificuldade adicional, uma vez que sendo de um tipo excepcional, terá que encarar também desafios novos.

No nosso entendimento, pareceria mais prudente se o governo estabelecesse uma meta única ou pelo menos que estabelecesse metas múltiplas mas facilmente conciliáveis – como os Fundos de Estabilização e os Fundos de Poupança que têm estratégias de investimento parecidas.

Contudo, a idéia de se utilizar o FSB para evitar problemas com a exploração do pré-sal no nosso entendimento é meritória. Pois a exploração dessa vasta reserva energética pode, sim, trazer graves problemas para economia como foi abordado na seção 3.4.2 do presente trabalho. As transformações que ocorrerão permearão toda estrutura econômica brasileira. A experiência norueguesa relatada nesta monografia, mesmo que feitas as devidas ressalvas quanto às diferenças existentes, é bastante didática, mostrando que é necessário, sim, pensar em como mitigar os efeitos negativos da exploração do pré-sal e como um Fundo Soberano pode ser a chave para essa questão.

Dentro da nossa perspectiva, poupar as receitas obtidas, ou parte delas, é a melhor forma de se prevenir, e um Fundo Soberano parece o caminho mais eficiente, pois permite essa poupança sem internalizar os recursos e portanto sem pressionar o mercado cambial para baixo, sem sobrevalorizar o Real.

Em relação à forma de financiamento, do ponto de vista externo, a seção 3.3 nos mostrou uma mudança consistente na posição brasileiro frente ao exterior. O país acumulou superávits comerciais, em transações correntes e grandes reservas ao longo da década. O pagamento de toda a dívida com o FMI e o posterior empréstimo feito a essa instituição foram fatos marcantes que caracterizam bem essa mudança. Mesmo que essa tendência tenha mostrado sinais de inversão depois da crise mundial, o Brasil ainda tem a perspectiva de forte entrada de recursos externos gerando sobras no mercado. Fora as receitas da futura exploração petrolífera, podemos citar, como uma das fontes desses recursos, o Investimento Estrangeiro Direto que tem batido recordes⁵² nos últimos anos e que com o tamanho do mercado interno e as perspectivas de crescimento e estabilidade econômica e política do país não só mostram tendência de se manter como também de ampliação.

Quanto à questão fiscal, é realmente fato que o país não possui e nem nunca possuiu um superávit fiscal nominal para buscar os recursos para o FSB, mas também cabe ressaltar que dentro das justificativas apresentadas pelo Ministro Guido Mantega na proposta do FSB está constada uma melhora nas contas públicas que realmente ocorreu como foi visto na seção 3.3. E, se não fosse a crise que se abateu sobre a economia mundial e quebrou a tendência anterior, não era ilusão pensar em um superávit nominal para o ano de 2010 como foi previsto pelo próprio Ministro. Isto posto faz as preocupações levantadas por analistas quanto ao aumento do risco para a estabilidade da economia parecerem bastante superestimadas e até mesmo paranóicas, dado que além do que foi exposto, o Fundo tem, por hora, um tamanho bastante diminuto. São apenas cerca de 15 bilhões de reais, os quais ainda foram obtidos com um superávit fiscal realizado a maior do que foi previsto no ano de 2008 e as informações divulgadas até o momento dão conta que ficará neste tamanho o Fundo até que comecem a entrar os recursos do pré-sal.

Então a crítica feita ao governo de não possuir superávits gêmeo, que justificariam o FSB, não é pertinente na nossa avaliação. Como a opinião de Rodrigo Sias exposta na seção 3.2, não é verdade, apesar de ser preferível, que se necessite de superávits gêmeos para criar um Fundo Soberano, existem vários casos de países que não os possuem e mesmo assim criaram tal Fundo.

⁵² Ver valor no Anexo 6.

Uma análise mais detalhada desses casos - Fundos Soberanos que não têm origem de recursos em superávits gêmeos - é uma questão que fica em aberto para outros trabalhos interessados em avaliar o Fundo Soberano do Brasil.

Apesar de pensar que uma avaliação definitiva sobre o Fundo Soberano do Brasil somente seja possível quando este estiver plenamente operacional, o que só ocorrerá daqui a alguns anos, podemos resumidamente colocar da seguinte maneira a nossa posição a respeito do FSB, este nasce com dificuldades extras, pois não se enquadra numa única classificação de objetivos dos Fundos Soberanos, mas poderá trazer benefícios daqui a alguns anos quando terá uma forma mais alinhada com o padrão internacional. E, por hora, não gera nenhuma preocupação sensata para a estabilidade da economia do país.

REFERÊNCIAS

BELLO, Teresinha da Silva. **Um Fundo Soberano Brasileiro: É o Momento?**, textos para discussão FEE, nº 25, Porto Alegre, janeiro de 2008

BRESSER PEREIRA, Luis Carlos. O caráter cíclico da intervenção como parte de um processo político, **Valor Econômico**, 9.10.2009.

BRESSER PEREIRA, Luis Carlos. Doença holandesa e sua neutralização: Uma abordagem ricardiana, **Revista de Economia Política**, 28 (1): 47-7, Versão de 15 de dezembro, 2007.

CAGNIN, R. F.; Macedo Cintra, M. A.; Farhi, M.; Gomes de Almeida, J. S. **O debate em torno dos fundos cambiais: experiências internacionais**, texto para discussão, IE/UNICAMP, n. 150, novembro de 2008.

CARNEIRO, Ricardo. Fundo poderia financiar as múltiplas brasileiras. **Estado de São Paulo**, 29 de outubro de 2007.

Disponível em: www.mre.gov.br/portugues/noticiario/nacional/selecao_detalhe3.asp?ID_RESENHA=387177. Acesso em: 04 de maio de 2010.

CORDEN W.M. AND NEARY, J.P. *Booming Sector and De-industrialisation in a Small Open Economy*. **The Economic Journal**, vol. 92, p. 825-848

DIAS DE LIMA, I. M. K. **A Nova Estrutura Geoeconômica Internacional e a Recente Proliferação dos Fundos Soberanos de Riqueza**, dissertação de mestrado, Programa de Pós-Graduação em Economia/Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre 2008.

Condições impróprias para um fundo soberano. **Valor Econômico**, 26 de novembro de 2007.
Disponível em: www.mre.gov.br/portugues/noticiario/nacional/selecao_detalhe3.asp?ID_RESENHA=395125. Acesso em 04 de maio 2010.

Fundo soberano não é uma boa idéia agora. **Valor Econômico**, 29 maio 2008.
Disponível em: www.mre.gov.br/portugues/noticiario/nacional/selecao_detalhe3.asp?ID_RESENHA=459282. Acesso em: 04 de maio de 2010.

Fundap – Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo – Grupo de Conjuntura. **Fundos de Riqueza Soberana**.

GARCIA, G. P. Márcio. Novas conquistas e velhos erros. **Valor econômico**, 09 maio 2008. Disponível em <http://www.mre.gov.br/portugues/noticiario/nacional/selecao_detalle3.asp?ID_RESENHA=4531>. Acesso em: 04 maio 2010.

GIEVE, John. Sovereign wealth funds and global imbalances. **Quarterly Bulletin – Bank of England**, Q2, vol. 48, 2008. Disponível em <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/quarterlybulletin/qb0802.pdf>>

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Global Financial Stability Report**, 2007. Disponível em <<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/chap1.pdf>>. Acessado em 20 fev. 2010.

INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS. Sovereign Wealth Funds - **Generally Accepted Principles and Practices**, out. 2008. Disponível em <<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>>. Acessado em 20 fev. 2010.

JOHNSON, Simon. The rise of Sovereign Wealth Funds. **Finance and Development – A quarterly magazine of the IMF**, vol. 44, nº 3, set. 2007. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/straight.htm>>. Acesso em 06 maio 2010.

LOYOLA, Gustavo. Fundo Soberano Aumenta Risco Macroeconômico. **Valor Econômico**, São Paulo Capturado no site: <<http://www.andima.com.br/clipping/101207/index.html>>. Acesso em 10 mar. 2010.

MANTEGA, Guido. **Mantega: excedente do superávit serviria como poupança**. 27 de maio de 2008. Disponível em: <http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL580225-9356,00-MANTEGA+EXCEDENTE+DO+SUPERAVID+SERVIRIA+COMO+POUPANCA>. Acesso em 04 de maio de 2010.

MING, Celso. Fundo sem fundos. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 25 out. 2007. Disponível em:<<http://www.andima.com.br/clipping/251007/>>. Acesso em 15 fev. 2010.

MING, Celso. O câmbio fora do Banco Central? **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 23 out. 2007. Disponível em: <<http://www.andima.com.br/clipping/231007/index.html>>. Acesso em 16 de fev. 2010.

NAPOLEÃO DE SOUZA, Marcos Tadeu. **Fundo Soberano do Brasil – FSB**, Consultoria Legislativa, agosto de 2008.

SCHWARTSMAN, Alexandre. Brasil tem entraves para fundo soberano, dizem economistas. **Folha de São Paulo**, 24 outubro 2007.

Disponível em: www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=415217. Acesso em: 04 maio 2010.

SCHWARTSMAN, Alexandre. Uma Parábola Soberana. **Folha de São Paulo**, 28 novembro de 2007.

Disponível em: www.andima.com.br/clipping/281107/index.html. Acesso em: 04 de maio de 2010.

SIAS, Rodrigo. O Fundo Soberano Brasileiro e suas Implicações para a Política Econômica, **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 93-127, dez. 2008.

SIAS, Rodrigo. Fundo Soberano Brasileiro: uma boa idéia? **Valor Econômico**, 11 de agosto de 2008.

Disponível em: www.mre.gov.br/portugues/noticiario/nacional/selecao_detalhe3.asp?ID_RESENHA=482644. Acesso em: 04 de maio de 2010.

SUMMERS, Lawrence. Sovereign funds shake the logic of capitalism. **Financial Times**, 30 de julho de 2007.

Disponível em: <http://blogs.ft.com/economistsforum/2007/07/sovereign-funds.html/>. Acesso em: 04 de maio de 2010.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies**, jun. 2007.

Disponível em: http://www.treasury.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/2007_Appendix-3.pdf.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies**, dez. 2007.

Disponível em: <http://www.treasury.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/Dec-2007Appendix2.pdf>.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies**, maio 2008.

Disponível em: http://www.treasury.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/052008_appendix.pdf.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies**, dez. 2008.

Disponível em: <http://www.treasury.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/Appendix%202.pdf>.

VAN DER LAAN, C. **Gestão cambial e de fluxos de capitais em economias emergentes: três ensaios sobre a experiência do Brasil**. 2008. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

APÊNDICE - Lista de Fundos Soberanos criados a partir dos anos 2000

- Fund for the Regulation of Receipts (FRR), na Argélia, no ano 2000, originado nos recursos da exploração do Gás Natural para isolar o país da volatilidade da commodity.
- Kazakhstan National Fund, no Casaquistão, no ano 2000, com o propósito de estabilização das receitas de exploração de Petróleo, Gás e outros recursos minerais. É gerido pelo Banco Central nacional.
- Interim Revenue Stabilization Fund (IRSF) depois renomeado para Heritage and Stabilization Fund (HSF), em Trinidad e Tobago, no ano 2000, com receitas da exploração de reservas petrolíferas e com o propósito de poupar recursos para gerações futuras.
- National Pensions Reserve Fund, na Irlanda, no ano de 2001, com recursos do orçamento para aliviar os pagamentos do tesouro com pensões e aposentadorias a partir do ano de 2025, quando se prevê que os custos tenham aumentado dramaticamente.
- Mubadala Development Company, no ano de 2002, no emirado de Abu Dhabi, nos Emirados Árabes Unidos. Investi prioritariamente em alta tecnologia mas também em hospitais, mercado imobiliário e campos de petróleo.
- Qatar Investment Authority, no Qatar, no ano de 2003, para estabilizar a economia das variações do preço do Gás Natural.
- New Zealand Superannuation Fund, na Nova Zelândia, em 2003, financiado pelos contribuintes com o propósito de cobrir os custos de previdência social no futuro.
- Ras Al Khaimah Investment Authority (Rakia), nos Emirados Árabes Unidos, em 2004. O Fundo investi principalmente no Oriente Médio.
- Excess Crude Account (ECA), na Nigéria, no ano de 2004, para ajudar a estabilizar o orçamento fiscal e para potencializar investimentos domésticos em infra-estrutura. É gerido pelo National Investment Fund (NIF)
- State Capital Investment Corporation, estabelecido em 2005 no Vietname, para gerir as participações acionárias governamentais em empresas estatais. Investi tanto nos mercado nacional quanto nos mercados internacionais.

- Timor-leste Petroleum Fund, no Timor-Leste, no ano de 2005, com intuito de aumentar os rendimentos das reservas cambias. É de responsabilidade do Ministério das Finanças e do Banking and Payment Authority.
- Korea Investment Corporation (KIC), uma companhia estatal de investimentos, estabelecida em 2005, na Coreia, para investimentos no exterior. Recebeu recursos das reservas cambiais e de outros fundos de poupança governamentais. Aplica em títulos, ações, moedas e derivativos de acordo com sua lei de criação.
- Dubai World Holding Ltd, nos Emirados Árabes Unidos, em 2006, com foco em investimentos nas áreas de saúde, mídia, turismo, energia, indústria e pesquisa.
- The Oman Investment Fund (OIF), estabelecido em 2006 em Omã. Realiza investimentos em mercados acionários e imobiliários.
- National Fund for Hydrocarbon Reserves, no ano de 2006, na Mauritânia. É um fundo de estabilização e de poupança intergeracional.
- Government Investment Unit of Indonésia, criado em 2006, na Indonésia. É gerido pelo Ministério das Finanças. Investi em variados mercados como: o acionário, de dívidas e infra-estrutura.
- Bahrain Mumtalakat Holding Company, no ano 2006 no Baharain, com recursos primeiramente do petróleo. Aplica a maior parte em mercados locais, mas está passando por um processo para diversificar seu portfólio.
- Investment Corporation of Dubai, no ano de 2006, nos Emirados Árabes Unidos. Recebeu o portfólio de investimentos do Ministério das Finanças local e realiza investimentos com o objetivo de melhorar a gestão das empresas estatais.
- Libyan Investment Authority (LIA), estabelecido na Líbia em 2006. Resultado da fusão dos ativos do Libyan Arab Foreign Company, do Libyan African Investment Portfólio e Oilinvest Company.
- China-Africa Development Fund (CAD), fundo chinês criado pelo Banco de Desenvolvimento da China para investimentos estratégicos na África. Está sob a jurisdição do China Development Bank.

ANEXOS

ANEXO 1 - Quadro de Fundos Soberanos existentes

País ▼	Nome do Fundo	Ativos \$Billion	Início	Origem	Razão entre SWF e Reservas Cambiais	Índice de Tansparência Linaburg-Maduell
Algeria	Revenue Regulation Fund	\$47	2000	Oil	0.3	1
Australia	Australian Future Fund	\$49.3	2004	Non-Commodity	1.8	9
Azerbaijan	State Oil Fund	\$11.9	1999	Oil	0.6	9
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	\$14	2006	Oil	2.9	7
Botswana	Pula Fund	\$6.9	1996	Diamonds & Minerals	0.7	1
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	\$8.6	2009	Non-commodity	nil	new
Brunei	Brunei Investment Agency	\$30	1983	Oil		1
Canada	Alberta's Heritage Fund	\$11.1	1976	Oil	0.4	9
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	\$21.8	1985	Copper	0.9	9
China	China Investment Corporation	\$288.8	2007	Non-Commodity	0.1	6
China	China-Africa Development Fund	\$5.0	2007	Non-Commodity	nil	4
China	National Social Security Fund	\$82.4	2000	Non-commodity	nil	5
China	SAFE Investment Company	\$347.1**		Non-Commodity	0.2	2
China - Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$139.7	1993	Non-Commodity	1.0	8
East Timor	Timor-Leste Petroleum Fund	\$4.2	2005	Oil & Gas	n/a	6
France	Strategic Investment Fund	\$28	2008	Non-Commodity	0.2	new
Indonesia	Government Investment Unit	\$0.3	2006	Non-commodity	X	X
Iran	Oil Stabilisation Fund	\$13	1999	Oil	0.2	1
Ireland	National Pensions Reserve Fund	\$30.6	2001	Non-Commodity	36.6	10
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	\$38	2000	Oil	1.1	6
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	\$0.4	1956	Phosphates	n/a	1
Kuwait	Kuwait Investment Authority	\$202.8	1953	Oil	10.6	6

Libya	Libyan Investment Authority	\$65	2006	Oil	0.8	2
Malaysia	Khazanah Nasional	\$25	1993	Non-Commodity	0.3	4
Malaysia	Terengganu Investment Authority	\$2.8	2008	Oil	nil	
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	\$0.3	2006	Oil & Gas	X	1
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	\$8.6	2003	Non-Commodity	0.8	10
Nigeria	Excess Crude Account	\$9.4	2004	Oil	0.2	1
Norway	Government Pension Fund – Global	\$445	1990	Oil	8.8	10
Oman	Oman Investment Fund	X	2006	Oil	X	n/a
Oman	State General Reserve Fund	\$8.2	1980	Oil & Gas	0.3	1
Qatar	Qatar Investment Authority	\$65	2003	Oil	8.6	5
Russia	National Welfare Fund	\$178.5*	2008	Oil	0.4	5
Saudi Arabia	Public Investment Fund	\$5.3	2008	Oil	nil	3
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	\$431	n/a	Oil	1.1	2
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	\$247.5	1981	Non-Commodity	1.4	6
Singapore	Temasek Holdings	\$122	1974	Non-Commodity	0.7	10
South Korea	Korea Investment Corporation	\$27	2005	Non-Commodity	0.1	9
Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	\$2.9	2000	Oil	n/a	5
UAE - Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	\$627	1976	Oil	13.9	3
UAE - Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	\$14	1984	Oil	n/a	n/a
UAE - Abu Dhabi	Mubadala Development Company	\$14.7	2002	Oil	0.3	10
UAE - Dubai	Dubai World	X	2006	Oil	X	n/a
UAE - Dubai	Investment Corporation of Dubai	\$82	2006	Oil	1.8	4
UAE - Federal	Emirates Investment Authority	X	2007	Oil	X	2
UAE - Ras Al Khaimah	RAK Investment Authority	\$1.2	2005	Oil	X	3
US - Alabama	Alabama Trust Fund	\$3.1	1986	Gas	nil	6
US - Alaska	Alaska Permanent Fund	\$26.7	1976	Oil	0.5	10
US - New Mexico	New Mexico State Investment Office Trust	\$11.7	1958	Non-Commodity	0.2	9

US - Wyoming	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	\$3.6	1974	Minerals	nil	9
Venezuela	FIEM	\$0.8	1998	Oil	nil	1
Vietnam	State Capital Investment Corporation	\$0.5	2006	Non-Commodity	0.1	4
	Total Oil & Gas Related	\$2,307.9				
	Total Other	\$1,501.8				
	TOTAL	\$3,809.7				

ANEXO 2 – Lei nº. 11.887/2008

LEI Nº 11.887, DE 24 DE DEZEMBRO DE 2008.

Cria o Fundo Soberano do Brasil - FSB, dispõe sobre sua estrutura, fontes de recursos e aplicações e dá outras providências

O PRESIDENTE DA REPÚBLICA Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

Art. 1º Fica criado o Fundo Soberano do Brasil - FSB, fundo especial de natureza contábil e financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda, com as finalidades de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior.

Art. 2º Os recursos do FSB serão utilizados exclusivamente para investimentos e inversões financeiras nas finalidades previstas no art. 1º desta Lei, sob as seguintes formas:

I - aquisição de ativos financeiros externos:

a) mediante aplicação em depósitos especiais remunerados em instituição financeira federal; ou

b) diretamente, pelo Ministério da Fazenda; ou

II - por meio da integralização de cotas do fundo privado a que se refere o art. 7º desta Lei.

§ 1º É vedado ao FSB, direta ou indiretamente, conceder garantias.

§ 2º As despesas relativas à operacionalização do FSB serão por ele custeadas.

§ 3º As aplicações em ativos financeiros do FSB terão rentabilidade mínima estimada por operação, ponderada pelo risco, equivalente à taxa Libor (London Interbank Offered Rate) de 6 (seis) meses.

Art. 3º O FSB será regulamentado por decreto que estabelecerá inclusive:

I - diretrizes de aplicação, fixando critérios e níveis de rentabilidade e de risco;

II - diretrizes de gestão administrativa, orçamentária e financeira;

III - regras de supervisão prudencial, respeitadas as melhores práticas internacionais;

~~IV - condições e requisitos para a integralização de cotas da União no fundo a que se refere o art. 7º desta Lei; e [\(Revogado pela Medida Provisória nº 452, de 2008\) - Sem eficácia](#)~~

IV - condições e requisitos para a integralização de cotas da União no fundo a que se refere o art. 7º desta Lei; e

V - outros dispositivos visando ao adequado funcionamento do fundo.

Art. 4º Poderão constituir recursos do FSB:

I - recursos do Tesouro Nacional correspondentes às dotações que lhe forem consignadas no orçamento anual, inclusive aqueles decorrentes da emissão de títulos da dívida pública;

II - ações de sociedade de economia mista federal excedentes ao necessário para manutenção de seu controle pela União ou outros direitos com valor patrimonial; e

III - resultados de aplicações financeiras à sua conta.

IV - ~~títulos da dívida pública mobiliária federal.~~ [\(Incluído pela Medida Provisória nº 452, de 2008\)](#) [Sem eficácia](#)

§ 1º Os recursos do FSB, enquanto não destinados às finalidades previstas no art. 1º desta Lei, ficarão depositados na Conta Única do Tesouro Nacional.

~~§ 2º É vedada a integralização de cotas do fundo a que se refere o art. 7º desta Lei com recursos decorrentes da emissão de títulos da dívida pública, inclusive aqueles decorrentes do retorno de suas aplicações financeiras.~~

§ 2º Fica a União autorizada a emitir, a valor de mercado, sob a forma de colocação direta em favor do FSB, títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal. [\(Redação dada pela Medida Provisória nº 452, de 2008\)](#) [Sem eficácia](#)

~~§ 3º A União poderá resgatar antecipadamente, a valor de mercado, os títulos de que trata o § 2º.~~ [\(Incluído pela Medida Provisória nº 452, de 2008\)](#) [Sem eficácia](#)

§ 2º É vedada a integralização de cotas do fundo a que se refere o art. 7º desta Lei com recursos decorrentes da emissão de títulos da dívida pública, inclusive aqueles decorrentes do retorno de suas aplicações financeiras.

Art. 5º Os recursos decorrentes de resgates do FSB atenderão exclusivamente o objetivo de mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e serão destinados conforme disposto na lei orçamentária anual.

§ 1º Para a consecução do objetivo que trata o caput deste artigo, o Conselho Deliberativo do FSB elaborará parecer técnico demonstrando a pertinência do resgate ante ao cenário macroeconômico vigente.

§ 2º É vedada a vinculação de recursos de que trata o caput deste artigo, bem como sua aplicação em despesas obrigatórias de caráter continuado.

Art. 6º Decreto do Poder Executivo instituirá o Conselho Deliberativo do FSB, composto pelo Ministro de Estado da Fazenda, pelo Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo Presidente do Banco Central do Brasil, e disporá sobre suas atribuições, estrutura e competências. [\(Vide Decreto nº 7.113, de 2010\)](#)

§ 1º Observado o disposto no art. 3º desta Lei, caberá ao Conselho Deliberativo, sem prejuízo do disposto no caput deste artigo, aprovar a forma, o prazo e a natureza dos investimentos do FSB.

§ 2º A União poderá, a critério do Conselho Deliberativo, contratar instituições financeiras federais para atuarem como agentes operadores do FSB, as quais farão jus à remuneração pelos serviços prestados.

Art. 7º A União, com recursos do FSB, poderá participar como cotista única de Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização - FFIE, a ser constituído por instituição financeira federal, observadas as normas a que se refere o [inciso XXII do art. 4º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.](#)

§ 1º O FFIE terá natureza privada, patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista e estará sujeito a direitos e obrigações próprias.

§ 2º A integralização das cotas do FFIE será autorizada por decreto mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda.

§ 3º O FFIE terá por finalidade promover a aplicação em ativos no Brasil e no exterior, com vistas na formação de poupança pública, mitigação dos efeitos dos ciclos econômicos e fomento a projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior.

§ 4º O FFIE responderá por suas obrigações com os bens e direitos integrantes de seu patrimônio, não respondendo o cotista por qualquer obrigação do FFIE, salvo pela integralização das cotas que subscrever.

§ 5º A dissolução do FFIE dar-se-á na forma de seu estatuto e seus recursos retornarão ao FSB.

§ 6º Sobre operações de crédito, câmbio e seguro e sobre rendimentos e lucros do fundo de que trata o caput deste artigo não incidirá nenhum imposto ou contribuição social de competência da União.

Art. 8º O estatuto do FFIE deverá ser aprovado pelo cotista, por intermédio do Ministério da Fazenda.

Parágrafo único. O estatuto definirá, inclusive, as políticas de aplicação, critérios e níveis de rentabilidade e de risco, questões operacionais da gestão administrativa e financeira e regras de supervisão prudencial do FFIE.

Art. 9º As demonstrações contábeis e os resultados das aplicações do FSB serão elaborados e apurados semestralmente, nos termos previstos pelo órgão central de contabilidade de que trata o [inciso I do art. 17 da Lei nº 10.180, de 6 de fevereiro de 2001](#).

Art. 10. O Ministério da Fazenda encaminhará trimestralmente ao Congresso Nacional relatório de desempenho, conforme disposto em regulamento do FSB.

Art. 11. O FFIE deverá elaborar os demonstrativos contábeis de acordo com a legislação em vigor e conforme o estabelecido em estatuto.

Art. 12. Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 24 de dezembro de 2008; 187º da Independência e 120º da República.

LUIZ
Guido Mantega

INÁCIO

LULA

DA

SILVA

ANEXO 3 – Decreto nº. 7.055/2009

DECRETO Nº. 7.055 DE DEZEMBRO DE 2009

Regulamenta o Fundo Soberano do Brasil – FSB, e dá outras providências.

PRESIDENTE DA REPÚBLICA, no uso da atribuição que lhe confere o art. 84, inciso IV, da Constituição, e tendo em vista o disposto no art. 3º da Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008,

DECRETA:

Art. 1º Este Decreto regulamenta o Fundo Soberano do Brasil - FSB, conforme dispõe o [art. 3º da Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008](#).

Art. 2º Cabe à Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda:

I - realizar operações, praticar os atos que se relacionem com o objeto do FSB e exercer os direitos inerentes aos bens e direitos integrantes do Fundo, podendo adquirir e alienar títulos dele integrantes, observados os dispositivos legais e estatutários e determinações do Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil - CDFSB; e

II - assessorar o CDFSB e o Ministro de Estado da Fazenda nos assuntos relacionados à operação do FSB, prestando-lhes todas as informações solicitadas.

Parágrafo único. A Secretaria do Tesouro Nacional deverá agir sempre no único e exclusivo benefício da União, empregando na defesa de seus direitos a diligência exigida pelas circunstâncias e praticando os atos necessários a assegurá-los, bem como administrando os recursos do FSB de forma judiciosa.

Art. 3º As aplicações do FSB deverão atender às suas finalidades, previstas no [art. 1º da Lei nº 11.887, de 2008](#), observado o seguinte:

I - as aplicações em ativos financeiros no exterior deverão ter rentabilidade mínima equivalente à taxa *Libor (London Interbank Offered Rate)* de seis meses;

II - as aplicações em ativos financeiros no Brasil deverão ter rentabilidade mínima equivalente à Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, fixada pelo Conselho Monetário Nacional; e

III - as aplicações do FSB serão realizadas em instrumentos financeiros emitidos por entidades que detenham grau de investimento atribuído por, no mínimo, duas agências de risco.

Art. 4º A execução orçamentária e financeira do FSB dar-se-á em unidade gestora específica no Sistema Integrado de Administração Financeira - SIAFI, onde serão registrados individualmente todos os atos de gestão pertinentes.

Art. 5º O FSB terá suas contas auditadas pelos órgãos de controle da administração pública federal.

Art. 6º O exercício social do FSB será coincidente com o ano civil e encerra-se em 31 de dezembro de cada ano.

Art. 7º As demonstrações financeiras do FSB serão divulgadas semestralmente e conterão as seguintes notas explicativas:

I - valor de mercado dos ativos;

II - informações sobre os gastos com a taxa de administração do FSB e seus percentuais em relação ao patrimônio líquido médio semestral; e

III - informações sobre as despesas relativas à sua operacionalização.

Art. 8º A Secretaria do Tesouro Nacional elaborará, semestralmente, relatório de administração do FSB, que deverá conter, no mínimo:

I - descrição das operações realizadas no semestre, especificando, em relação a cada uma, os objetivos, os montantes dos investimentos efetuados, as receitas auferidas e a origem dos recursos investidos, bem como a rentabilidade apurada no período;

II - diretrizes de investimentos aprovadas pelo CDFSB;

III - informações sobre:

a) conjuntura econômica do segmento do mercado financeiro em que se concentrarem as operações do FSB, relativas ao semestre findo; e

b) cenário macroeconômico utilizado para o semestre seguinte;

IV - a rentabilidade nos últimos quatro semestres calendário; e

V - a relação dos encargos debitados ao FSB em cada um dos dois últimos exercícios, especificando valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio semestral em cada exercício.

Art. 9º O CDFSB autorizará o percentual máximo de cada classe de ativos que o gestor do FSB poderá manter, direta ou indiretamente, na carteira do Fundo.

Art. 10. Fica o Ministro de Estado da Fazenda autorizado a integralizar quotas no Fundo de que trata o [art. 7º da Lei nº 11.887, de 2008](#), observadas as disposições legais e orçamentárias.

Art. 11. O relatório de desempenho de que trata o [art. 10 da Lei nº 11.887, de 2008](#), conterà, no mínimo, o valor de mercado dos ativos que compõem a carteira do FSB, separando os ativos externos e internos, bem como sua variação acumulada no trimestre e nos últimos doze meses, se for o caso.

Parágrafo único. O relatório será encaminhado ao Congresso Nacional até o último dia do trimestre subsequente ao trimestre de referência.

Art. 12. Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 28 de dezembro de 2009; 188º da Independência e 121º da República.

ANEXO 4 – Decreto nº. 7.113/2010

DECRETO Nº 7.113 DE 19 DE FEVEREIRO DE 2010.

Institui o Conselho do Fundo Soberano do Brasil – CDFSB, e dá outras providências.

O PRESIDENTE DA REPÚBLICA, no uso da atribuição que lhe confere o art. 84, inciso IV, da Constituição, e tendo em vista o disposto no art. 6º da Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008,

DECRETA:

Art. 1º Fica instituído o Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil - CDFSB, conforme dispõe o [art. 6º da Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008.](#)

Art. 2º O CDFSB será integrado pelos seguintes membros:

I - Ministro de Estado da Fazenda, que o presidirá;

II - Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão; e

III - Presidente do Banco Central do Brasil.

Art. 3º Compete ao CDFSB:

I - orientar a aplicação e o resgate dos recursos do Fundo Soberano do Brasil - FSB;

II - resguardar os recursos de que trata a [Lei nº 11.887, de 2008](#), buscando a sua adequação quanto ao risco e retorno dos investimentos;

III - aprovar projetos de interesse estratégico nacional, de que trata o [art. 1º da Lei nº 11.887, de 2008](#), atendidas as melhores práticas de governança, observado o disposto na regulamentação do [inciso III do art. 3º da Lei nº 11.887, de 2008](#);

IV - autorizar a aplicação de recursos para a destinação a que se refere o [art 2º da Lei nº 11.887, de 2008](#);

V - definir os limites de exposição das aplicações do FSB por classe de ativo, agente operador, mutuário e prazo;

VI - aprovar metas de rentabilidade para cada classe de ativos do FSB;

VII - elaborar a proposta orçamentária para o FSB, observado o disposto na regulamentação do [inciso II do art. 3º da Lei nº 11.887, de 2008](#);

VIII - aprovar a contratação de agentes operadores do FSB, de que trata o [§ 2º do art. 6º da Lei nº 11.887, de 2008](#);

IX - elaborar parecer técnico demonstrando a pertinência de resgates junto ao FSB, conforme disposto no [§ 1º do art. 5º da Lei nº 11.887, de 2008](#);

X - aprovar o relatório de administração e as demonstrações financeiras do FSB; e

XI - aprovar, por unanimidade, o seu regimento interno.

§ 1º No exercício das competências previstas nos incisos I, II, V e VI, o CDFSB deverá observar o disposto na regulamentação do [inciso I do art. 3º da Lei nº 11.887, de 2008.](#)

§ 2º O CDFSB reunir-se-á ordinariamente a cada trimestre e, extraordinariamente, por convocação do seu presidente.

§ 3º Os membros do CDFSB não farão jus a nenhuma espécie de remuneração pelo exercício de suas funções no Conselho, sendo sua atuação considerada de relevante interesse público.

Art. 4º O CDFSB deliberará mediante resoluções, que dependerão da aprovação de pelo menos dois de seus membros.

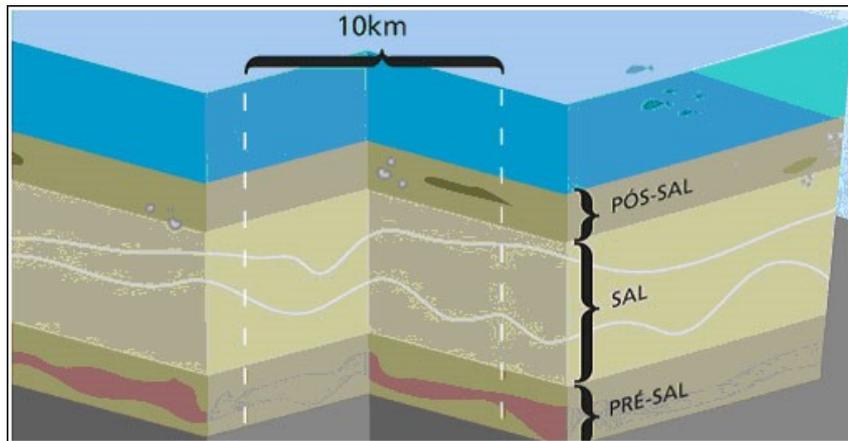
Art. 5º A Secretaria-Executiva do CDFSB será exercida pela Secretaria do Tesouro Nacional, do Ministério da Fazenda.

Art. 6º O CDFSB poderá instituir câmara consultiva técnica, composta por representantes dos Ministérios da Fazenda e do Planejamento, Orçamento e Gestão e do Banco Central do Brasil, com o objetivo de assessorar, discutir e propor resoluções pertinentes àquele Conselho.

Art. 7º Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação.

Brasília, 19 de fevereiro de 2010; 189º da Independência e 122º da República.

ANEXO 5 –Imagens do que é e onde localizado a camada *Pré-Sal*.



Fonte: Petrobras



Fonte: Portal G1, link http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL174020-9356,00-RESERVAS+DA+PETROBRAS+PODEM+AUMENTAR+EM.html.

ANEXO 6 – Balanço de Pagamentos

Balanço de pagamentos																				
US\$ milhões																				
Discriminação	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Balança comercial (FOB)	10752	10580	15239	13299	10466	-3466	-5599	-6753	-6575	-1199	-698	2650	13121	24794	33641	44703	46457	40032	24836	25347
Serviços e rendas (líquido)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Transferências unilaterais correntes ^{1/}	15369	13543	11336	15577	14692	18541	20350	25522	28299	25825	25048	27503	23148	23483	25198	34276	37120	42510	57252	-52945
TRANSAÇÕES CORRENTES	833	1555	2206	1602	2414	3622	2446	1823	1458	1689	1521	1638	2390	2867	3236	3558	4306	4029	4224	3263
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	-3784	-1407	6109	-676	-1811	18384	23502	30452	33416	25335	24225	23215	-7637	4177	11679	13985	13643	1551	28192	-24334
Conta capital ^{2/}	4592	163	9947	10495	8692	29095	33968	25800	29702	17319	19326	27052	8004	5111	-7523	-9464	16299	89086	29352	70551
Conta financeira	1	0	37	83	174	352	454	393	320	338	273	-36	433	498	372	663	869	756	1055	1129
Investimento direto	4591	163	9910	10412	8518	28744	33514	25408	29381	16981	19053	27088	7571	4613	-7895	10127	15430	88330	28297	69423
Investimento brasileiro direto	364	87	1924	799	1460	3309	11261	17877	26002	26888	30498	24715	14108	9894	8339	12550	-9380	27518	24601	36033
Investimento estrangeiro direto	-625	-1015	-137	-492	-690	-1096	469	-1116	-2854	-1690	-2282	2258	-2482	-249	-9807	-2517	28202	-7067	20457	10084
Investimentos em carteira	989	1102	2061	1291	2150	4405	10792	18993	28856	28578	32779	22457	16590	10144	18146	15066	18822	34585	45058	25949
Investimento brasileiro em carteira	472	3808	14465	12325	50642	9217	21619	12616	18125	3802	6955	77	-5119	5308	-4750	4885	9081	48390	1133	49133
Investimento estrangeiro em carteira	-107	0	0	-605	-3405	-1155	-403	1708	-457	259	-1696	-795	-321	179	-755	-1771	6	286	1900	2975
Derivativos	579	3808	14466	12929	54047	10372	22022	10908	18582	3542	8651	872	-4797	5129	-3996	6655	9076	48104	-767	46159
Outros investimentos	2	3	3	5	-27	17	-38	-253	-460	-88	-197	-471	-356	-151	-677	-40	41	-710	-312	156
ERROS E OMISSÕES	3753	-3735	-6482	-2717	43557	16200	673	-4833	14285	13620	18202	2767	-1062	10438	10806	27521	15688	13131	2875	-15900
RESULTADO DO BALANÇO	-328	875	-1386	-1111	334	2207	-1800	-3255	-4256	194	2637	-531	-66	-793	-1912	-201	628	-3152	1809	434
	481	-369	14670	8709	7215	12919	8666	-7907	-7970	-7822	-2262	3307	302	8496	2244	4319	30569	87484	2969	46651

1/ Até 1978, inclui as transferências unilaterais de capital.

2/ Inclui transferências unilaterais de capital e cessão de marcas e patentes.

* Dados preliminares.