

**O debate em torno da criação de um
Fundo Cambial no Brasil**

Rafael Fagundes Cagnin
Marcos Antonio Macedo Cintra
Maryse Farhi
Júlio Sérgio Gomes de Almeida

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 152, nov. 2008.**

ISSN 0103-9466

O debate em torno da criação de um Fundo Cambial no Brasil ¹

Rafael Fagundes Cagnin ²

Marcos Antonio Macedo Cintra ³

Maryse Farhi ⁴

Júlio Sérgio Gomes de Almeida ⁵

Introdução

Entre o final de 2002 e dezembro de 2007, o cenário econômico internacional foi marcado por diversos fatores, conformando uma conjunção historicamente rara. Em primeiro lugar, um dinamismo econômico razoavelmente concomitante em todas as regiões do mundo, com taxas de crescimento acima de 4% ao ano. Em segundo lugar, uma elevada liquidez financeira, fruto das baixas taxas de juros nas principais áreas monetárias internacionais (dólar, euro e iene). Embora as taxas de juros tenham sido elevadas nos EUA, na zona do euro e no Japão, elas permaneceram em patamares historicamente baixos, sobretudo, no Japão. Na segunda metade de 2007 e nos meses iniciais de 2008, o Federal Reserve reduziu a taxa de juros básica em resposta à crise das hipotecas de alto risco (*subprime*).⁶ Em terceiro lugar, os preços das *commodities* – agrícolas, metálicas e fontes de energia (petróleo e gás natural) – se mantiveram em patamares elevados, em decorrência do desempenho econômico internacional, da demanda suplementar oriunda da China e da Índia, que registraram elevadas taxas de crescimento por vários anos consecutivos. Em quarto lugar, verificou-se um desalinhamento entre as moedas – que provocou depreciação

(1) Os autores agradecem os comentários e sugestões de Edgard Pereira e Ibrahim Eris. Agradecem também o auxílio de Silas T. da Silva na compilação e elaboração dos dados.

(2) Mestre em Teoria Econômica no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e doutorando na Universidade de Paris XIII.

(3) Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisador do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

(4) Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisadora do Centro de Conjuntura e Política Econômica (Cecon/IE/Unicamp).

(5) Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e consultor do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi).

(6) Para um panorama do mercado imobiliário e da crise financeira americana, ver Cagnin (2007), Cintra e Cagnin (2007a, 2007b), Kregel (2007, 2008), Guttmann (2007, 2008), Guttmann e Plihon (2008) e Freitas e Cintra (2008).

do dólar – em detrimento das moedas dos países que adotaram o regime de câmbio flutuante (com destaque para a área do euro, dos países da América Latina, mas também Austrália, Nova Zelândia, Islândia, Turquia etc.). As operações de *carry trade*, em que os agentes tomam dinheiro emprestado nas moedas (iene, dólar, franco suíço) com baixas taxas de juros e aplicam nas que pagam juros elevados, acentuaram este movimento. Tal impacto nas taxas de câmbio desses países aprofundou-se com a persistência de moedas de países com importante participação no comércio internacional, como a China e outras moedas asiáticas, mantidas sistematicamente desvalorizadas.

Nesse contexto, o movimento de apreciação cambial atingiu o conjunto das moedas das economias emergentes que abriram suas contas financeiras e praticaram o regime de câmbio flutuante e, em muitos dentre eles, a política monetária de metas de inflação. Mas, a apreciação cambial não foi uniforme entre elas. Algumas moedas apreciaram-se de forma muito mais acentuada que as demais, com particular destaque para o real brasileiro que, de outubro de 2002 ao fim do primeiro semestre de 2007, quanto teve início a crise financeira internacional, ganhou mais de 100% em relação ao dólar.

Nos modelos macroeconômicos de economia aberta, o **canal da taxa de câmbio** – notadamente em regime de câmbio flutuante – de transmissão da política monetária tem um papel importante. Essa correia de transmissão parte das taxas de juros para a taxa de câmbio por meio da paridade descoberta de juros que liga os diferenciais de taxas de juros a movimentos esperados da taxa de câmbio. Assim, um aumento das taxas de juros domésticas, em relação às taxas dos demais países, conduz a uma apreciação cambial e a uma redução tanto das exportações como da demanda agregada total. Em economias abertas com livre movimentação de capitais e com taxa de câmbio flutuante como a brasileira, a inter-relação entre política monetária e a cambial é levada ao limite, já que diferenciais internacionais de taxas de juros constituem uma das principais influências na determinação da taxa de câmbio (Carvalho, 2007).

A descrição acima supõe a existência de um mecanismo que estabilize a taxa de câmbio, num tempo razoavelmente curto, que passa por sua repercussão na balança comercial, pela redução das exportações e aumento das importações. Mas, a conjuntura internacional tem impedido que este mecanismo seja acionado, acentuando as distorções e amplificando seus impactos macroeconômicos. Embora acarrete inflação em baixa auxiliada pela queda dos preços em reais dos bens importados, a apreciação cambial persistente tem provocado, com exceção do ano de 2007, conseqüências indesejáveis para a economia brasileira: baixo crescimento atrelado a uma indústria cada vez mais enfraquecida em

relação à concorrência com produtos importados, com tendência de concentração em produtos de baixa intensidade tecnológica e de desarticulação das cadeias produtivas.

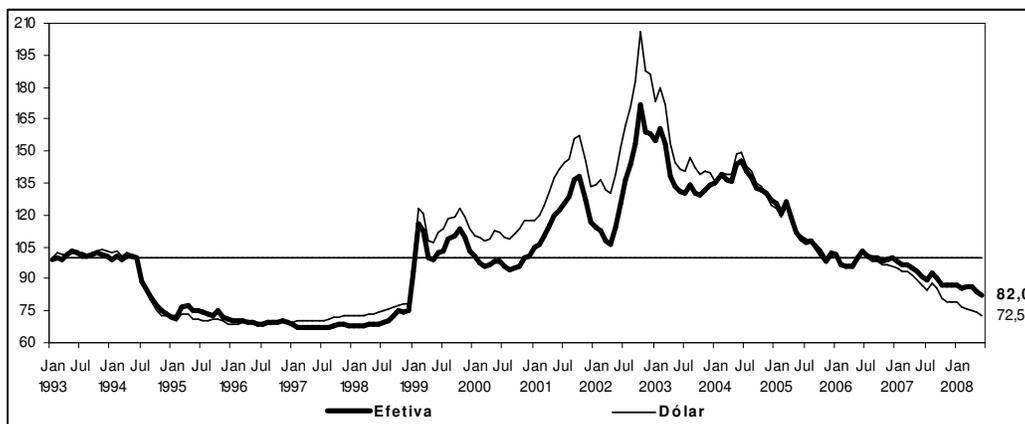
A taxa de juros básica no Brasil é a mais elevada do mundo em termos reais.⁷ Essa peculiaridade tem sérios impactos macroeconômicos no que concerne ao produto, ao investimento, ao emprego e à competitividade internacional. As razões que levam a taxa de juros básica da economia brasileira a se distanciar tanto das praticadas nas demais economias – em particular das economias emergentes – continuam sendo, em boa parte, um enigma (ou um *conundrum*⁸) que desafia analistas e economistas e exerce influência determinante na evolução da economia do país. O período de elevada liquidez internacional para economias emergentes, as melhores condições externas da economia brasileira e de suas empresas, além da anomalia constituída pelo acentuado e o pouco usual diferencial entre a taxa básica de juros e o risco-país provocaram uma euforia nos mercados de ativos financeiros brasileiros e expressivas posições especulativas, notadamente de investidores estrangeiros.

Inicialmente tímidas e esporádicas, as intervenções das autoridades monetárias – Banco Central do Brasil (BCB) e Tesouro – no mercado de câmbio à vista passaram, a partir de final de 2005, a ser sistemáticas e a envolver grandes volumes, como se pode comprovar pela elevação das reservas internacionais em divisas. Mas, o balanço de tais intervenções foi pouco alentador no que diz respeito à taxa de câmbio (ver Gráfico 1). Embora a volatilidade da taxa de câmbio tenha se reduzido, a apreciação da moeda brasileira prosseguiu e voltou a se acentuar no primeiro semestre de 2007. No segundo semestre de 2007, com o agravamento das repercussões da crise das hipotecas de alto risco nos EUA, a taxa de câmbio apresentou alguns movimentos abruptos e esporádicos de desvalorização, diante de movimento de investidores estrangeiros, mas voltou a oscilar em torno de R\$ 1,70/US\$ em fevereiro de 2008 (patamar registrado em abril de 2000).

(7) Entre julho de 2007 e início de março de 2008, a taxa básica de juros do Brasil perdeu o título de mais elevada do mundo em termos reais (descontada a inflação projetada para os próximos doze meses), sendo suplantada pela da Turquia.

(8) Essa expressão foi empregada pelo então presidente do Federal Reserve, Alan Greenspan, referindo-se ao “enigma” das taxas de juros de longo prazo da economia americana estarem em patamares inferiores às de curto prazo.

Gráfico 1
Índices de taxas reais de câmbio (Junho 1994 = 100/IPCA)



Fonte: Banco Central (Indicadores Econômicos) e IBGE.

Após a obtenção do “grau de investimento” pela agência de classificação de risco Standard & Poor’s no final de abril de 2008 e pela Fitch Ratings no final de maio, a cotação caiu para R\$ 1,64/US\$. Nesse momento, o Banco Central voltou a elevar a taxa de juros básica a fim de conter as pressões inflacionárias. A despeito das intervenções, a taxa de câmbio caiu abaixo de R\$ 1,56/US\$ em julho, patamar de janeiro de 1999.

Acresce-se que o custo das intervenções é extremamente elevado na medida em que, para evitar o aumento da base monetária, a moeda emitida para a compra de divisas é retirada do mercado por meio da colocação de títulos públicos. A magnitude desses custos indica que, na persistência dos fatores que têm levado à apreciação cambial, essas intervenções esterilizadas das autoridades monetárias não são sustentáveis, isto é não podem perdurar indefinidamente no tempo (inconsistência temporal). Mesmo porque, em que pesem o volume e o custo das intervenções da autoridade monetária, é patente seu insucesso, se e enquanto perdurar a ampla liquidez internacional, em impedir o prosseguimento da valorização cambial.

Outro fator a ser levado em consideração é a descoberta de megacampos de petróleo na costa brasileira na camada “pré-sal” (cuja profundidade pode alcançar 7.000 metros). Se confirmadas as atuais expectativas, o Brasil poderá se transformar em um grande exportador de petróleo. Nesse cenário, as pressões sobre a taxa de câmbio poderão se

tornar ainda mais agudas, amplificando as ameaças de o país ser acometido pela “doença holandesa”.⁹

Salienta-se ainda a natureza volátil dos ciclos de liquidez internacional para as economias emergentes que são entrecortados por miniciclos que se sobrepõem à tendência principal. A formação desses miniciclos acentua a volatilidade e a incerteza dos agentes, à medida que se torna impossível *a priori* determinar sua duração e intensidade ou mesmo saber se constituem ou não o início do processo de reversão da fase anterior do ciclo mais longo. Em miniciclos ou reversão de tendência das condições de liquidez internacional, a volatilidade da taxa de câmbio se acentua e mudanças abruptas de cotações são verificadas. Diante disso, esse trabalho parte da premissa que é necessário adotar medidas para corrigir a grave distorção introduzida na economia brasileira pela apreciação cambial.¹⁰ Uma das alternativas implementadas por diferentes países desenvolvidos e em desenvolvimento tem sido a consolidação de fundos cambiais de diversas naturezas e objetivos.¹¹ Procura-se, então, sem ser exaustivo, discutir a criação desses tipos de fundos no Brasil, cujo modelo está sendo debatido no Congresso Nacional, a partir de um projeto de lei encaminhado pelo ministro da Fazenda, Guido Mantega, em 3 de julho de 2008.¹²

Notas sobre o debate em torno da criação de um Fundo Cambial no Brasil

As experiências internacionais mostram que a criação de fundos para gestão de divisas tem diferentes objetivos, como os de garantir o acesso de gerações futuras às riquezas naturais (*saving funds*), insular a economia doméstica dos ciclos de preço de algumas *commodities* (fundos de estabilização) ou simplesmente elevar a rentabilidade das reservas soberanas por meio de maior diversificação das aplicações (*sovereign wealth funds*, *SWF*). Com a valorização recente das *commodities*, a gestão dos fundos de estabilização e

(9) A expressão “doença holandesa” caracteriza as distorções causadas na economia de um país pela taxa de câmbio muito valorizada em função das exportações de um produto escasso nos mercados mundiais. Nessas condições, uma parte da estrutura produtiva do país sofre em função da perda de competitividade decorrente da taxa de câmbio valorizada. Tem origem na experiência da Holanda após a descoberta e exportação de gás natural na década de 1960. Sobre a discussão da “doença holandesa”, ver, entre outros, Bresser-Pereira (2007) e Palma (2005).

(10) Para a análise de diferentes medidas e instrumentos suscetíveis de atenuar os impactos macroeconômicos negativos da apreciação cambial, ver Farhi; Cintra; Cagnin e Almeida (2008).

(11) Em outro trabalho, os autores realizaram um panorama dos diferentes fundos cambiais, em âmbito internacional, seus propósitos e especificidades. Ver, Cagnin; Cintra; Farhi e Almeida (2008).

(12) Para a apresentação do ministro da Fazenda, Guido Mantega, durante audiência pública na Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados – “Fundo Soberano do Brasil” – julho de 2008, ver <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/2008/julho/p020708.pdf>>.

saving funds tem se aproximado da gestão dos SWF. A diferença de objetivos e de forma de captação de recursos, no entanto, justifica a separação conceitual em pelo menos três tipos de fundos: fundos de estabilização, *saving funds* e *sovereign wealth funds* (ver Quadro 1).¹³

Em relação aos *saving funds* e aos fundos de estabilização, os casos mais comuns estão relacionados a países cuja pauta de exportação é fortemente concentrada em produtos não-renováveis, principalmente petróleo e gás natural, mas também cobre e outros minerais, como diamantes. Os países do Sudeste Asiático, por outro lado, concentram as experiências de constituição de *sovereign wealth funds*. A geração de superávits recorrentes e a decisão de manter uma política cambial ativa lhes impõem a necessidade de acumulação de reservas. Dado o grande volume desses recursos, parte tem sido diversificada por meio de fundos, seja em ativos financeiros mais rentáveis, seja no financiamento de infra-estrutura, doméstica ou no exterior, seja na compra de empresas (por meio de *private equity funds*).

Quadro 1
Classificação dos Fundos Cambiais

Fundos Cambiais	Tipos	Objetivos
	Fundos de Estabilização	estabilizar orçamento público estabilizar taxa de câmbio regular liquidez doméstica
<i>Saving Funds</i>	transferência intergeracional de riqueza	
<i>Sovereign Wealth Funds</i>	diversificação de risco elevação da rentabilidade	

(13) Salienta-se que o Fundo Monetário Internacional (FMI) procurou alargar um pouco essa taxionomia, a partir dos objetivos dos fundos, para incluir novos fundos para o desenvolvimento socioeconômico. Segundo o IMF (2007, p. 46), os fundos poderiam ser:

a) fundos de estabilização (*stabilization funds*) – constituídos por países ricos em recursos naturais para proteger o orçamento fiscal e a economia doméstica das oscilações dos preços dos produtos primários (sobretudo petróleo). Os fundos acumulam ativos durante os anos de receitas fiscais (elevados preços) abundantes para se preparar para os períodos de reversão;

b) fundos de poupança (*saving funds for future generations*) – destinam-se a compartilhar a riqueza entre as gerações. Nos países ricos em recursos naturais, os fundos de poupança transferem ativos não-renováveis para um portfólio diversificado de ativos financeiros para suprir futuras gerações ou outros objetivos de longo prazo;

c) companhias de investimentos de reservas (*reserve investment corporations*) – fundos constituídos como instituições separadas para reduzir o custo de carregamento negativo de manter reservas ou para seguir políticas de investimento com elevado retorno. Normalmente, os ativos nessas operações ainda são considerados como reservas;

d) fundos para o desenvolvimento (*development funds*) – alocam recursos para financiamento de projetos socioeconômicos prioritários – em infra-estrutura ou em política de desenvolvimento industrial – a fim de ampliar o potencial de crescimento dos países; e) fundos de reserva para o sistema de aposentadoria (*contingente pension reserve funds*) – identificam-se recursos para o sistema de aposentadoria na contabilidade do setor público.

Como sugerido, a evolução da economia internacional após 2002 favoreceu os fluxos de divisas para as economias em desenvolvimento, seja por meio de fluxos de capitais, seja por meio de superávits de balança comercial, valorizando as moedas desses países. As baixas taxas de juros das economias desenvolvidas e a valorização das *commodities* que além do petróleo também atingiu uma gama mais ampla de produtos agrícolas e metais, impuseram desafios aos países. Esses criaram fundos cambiais de estabilização. O menor rendimento de ativos menos arriscados pressionou na direção de uma maior diversificação das aplicações em todos os tipos de fundos não apenas os *sovereign wealth funds*, ainda que rentabilizar seu patrimônio não seja o objetivo primeiro dos *saving funds* ou dos fundos de estabilização.

Ademais, a valorização de um conjunto maior de *commodities* colocou em risco a efetividade de alguns fundos de estabilização. Como sugerido pela OECD (2006) para o caso russo, países com uma pauta de exportação concentrada em um número maior de *commodities*, cujos preços se elevaram, podem apresentar resultados pouco satisfatórios ao manter um fundo de estabilização atrelado apenas ao petróleo ou gás natural. A instituição defendeu que a Rússia ampliasse o número de *commodities* cujo desempenho estivesse relacionado com as transferências para seu fundo.

A decisão de a China constituir um *sovereign wealth fund* e os debates sobre a diversificação dos portfólios dos fundos cambiais já existentes desencadearam propostas de constituições de fundos pelos países com grande acúmulo de reservas. Em conferência no final de junho de 2007, em Londres, o ministro das Finanças da Índia, P. Chidambaram, afirmou a intenção de o governo indiano tomar emprestado do *Reserve Bank of India* cerca de US\$ 5 bilhões, por meio da *India Infrastructure Finance Co.*, uma sociedade de propósito específico criada em 2006, para investimentos em infra-estrutura (Mukherjee, 2007).

No Brasil, o cenário internacional se traduziu no expressivo acúmulo de reservas internacionais, melhorando, assim, seus indicadores de endividamento e de solvência externa e na apreciação da taxa de câmbio. A constituição de um fundo cambial (ou soberano) poderia auxiliar na gestão do elevado volume de ingresso de moeda estrangeira e conseqüentemente conter a apreciação do real. As experiências internacionais, contudo, contribuem mais pela concepção do fundo em si, em especial do fundo de estabilização, do que pelos instrumentos adotados. A despeito da importância das *commodities* nas exportações e no saldo comercial, a diversificação produtiva da economia brasileira relativiza a importância dos setores relacionados a recursos não-renováveis (especialmente

petróleo e minério de ferro), dificultando a adoção de impostos sobre essas atividades.¹⁴ O conceito de estabilização dos fundos, que nas experiências internacionais está relacionado em primeira instância à estabilidade fiscal, poderia ser ampliado de maneira a focar as distorções cambiais.¹⁵

Cinco hipóteses principais têm sido aventadas no caso de criação de um fundo soberano brasileiro. A instituição de um fundo soberano poderia se realizar a partir das reservas internacionais já constituídas pelo Banco Central do Brasil (BCB), ou adquiridas pelo Tesouro Nacional; a partir de um imposto sobre as exportações, ou de um depósito compulsório realizado pelos exportadores de *commodities* em moeda estrangeira; a partir do fluxo de divisas adquiridas pelo Tesouro Nacional; a partir da emissão de títulos de dívida do Tesouro Nacional no mercado financeiro internacional; a partir da exploração e exportação das novas reservas de petróleo e gás (campos pré-sal).

Fundo soberano a partir das reservas internacionais

A redução da vulnerabilidade externa (ver Tabela 1) abre espaço para que parte das reservas internacionais oficiais possa ser transferida para capitalizar um fundo de investimento aos moldes de alguns *sovereign wealth funds*. Essa transferência deve, contudo, enfrentar algumas questões jurídicas sobre a propriedade e gestão das reservas oficiais. Apesar de pertencerem à União, as reservas internacionais têm como único depositário o Banco Central do Brasil (BCB) que, para cumprir essa obrigação, deve comprar as divisas de agentes privados ou públicos. Assim, a retirada de parte das reservas do balanço do BCB (que constituem num ativo do banco) deverá ser compensada de alguma forma pela União.¹⁶ Um arranjo institucional poderia permitir que um *specific purpose vehicle* de propriedade do Tesouro Nacional, como pretende a Índia, administre parte das reservas oficiais.

(14) Em 2007, o agronegócio brasileiro gerou um superávit comercial de US\$ 49,7 bilhões, com exportações de US\$ 58,4 bilhões e importações de US\$ 8,7 bilhões.

(15) Diferentes analistas concentram suas críticas sobre a constituição de um fundo soberano brasileiro na persistência do déficit nominal do setor público e no reaparecimento do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos. Diante desse duplo déficit, a constituição de um fundo soberano seria prematura. Outra crítica relevante remete ao custo fiscal da iniciativa, em face do elevado diferencial entre a taxa de juros básica doméstica (custo de oportunidade do dinheiro em moeda nacional) e a taxa de retorno esperada nos investimentos do fundo em moeda estrangeira. Ver, entre outros, Pastore e Pinotti (2008), Romero (2007a, 2007b) e Loyola (2007).

(16) Formalmente, o Tesouro está autorizado a adquirir moeda estrangeira apenas para efetuar o pagamento do serviço da dívida externa do setor público brasileiro.

O debate em torno da criação de um Fundo Cambial no Brasil

Tabela 1
Brasil: Indicadores Externos – 1999 a 2007

US\$ milhões	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 ¹
Taxa de Câmbio ² (R\$/US\$)	1,79	1,95	2,32	2,53	2,89	2,65	2,34	2,14	1,77	1,59
Reservas Internacionais	36.342	33.011	35.866	37.823	49.296	52.935	53.799	85.839	180.334	202.586
Balança Comercial	-1.199	-698	2.650	13.121	24.794	33.641	44.703	46.115	40.040	11.349
Transações Correntes	-25.335	-24.225	-23.215	-7.637	4.177	11.679	13.985	13.643	1.712	-17.402
Conta Capital e Financeira	17.319	19.326	27.052	8.004	5.111	-7.523	-9.464	15.982	88.935	40.794
Dívida externa total ³	241.468	236.156	226.067	227.689	235.414	220.182	187.987	199.372	240.495	262.371
Médio e longo prazo	199.001	189.500	182.276	187.316	194.736	182.630	150.674	152.266	154.318	165.489
Curto prazo	26.609	27.420	27.658	23.395	20.194	18.744	18.776	20.323	38.901	39.765
Carteira Inv. Estrangeiro (Portfólio)	23.110	18.530	15.500	10.400	20.120	30.100	55.541	101.157	212.339	...
Indicadores (em %)										
Dívida externa/PIB	38,4	33,6	37,9	41,8	38,8	30,3	19,2	16,1	14,7	15,0
Dívida Externa Líq./PIB	29,7	26,5	29,4	32,7	27,3	20,4	11,5	7,0	-0,9	-1,2
Dívida Externa Líq./Exportações	3,6	3,1	2,8	2,7	2,1	1,4	0,9	0,5	-0,1	-0,1
Reservas/Dív. Total	15,1	14,0	15,9	16,6	22,9	26,3	31,7	49,7	93,3	96,8
Reservas/Dív. curto prazo	136,6	120,4	129,7	161,7	244,1	282,4	286,5	422,4	463,6	509,5
Reservas/Carteira Inv. Estrangeiro	157,3	178,2	231,4	363,7	245,0	175,9	96,9	84,9	84,9

Notas:

1) Valores entre janeiro e junho de 2008; os indicadores referem-se a março de 2008 (último dado disponível);

2) Ptax compra, fim de período; última posição em 27 de julho de 2008;

3) Inclui empréstimos intercompanhias.

Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>.

Os recursos desses fundos poderiam ser aplicados em ativos estrangeiros de maior rentabilidade (mas também de maior risco), reduzindo o custo da formação das reservas. Por esse aspecto, a capacidade de intervenção do Banco Central do Brasil no mercado de câmbio como comprador seria ampliada. No entanto, a obtenção de maior retorno com as reservas prescinde da existência do fundo; bastaria que o BCB concedesse a alguns agentes

privados (fundos ou bancos de investimento) a gestão desses recursos, condicionada, obviamente, a exigências de liquidez e de nível de risco. As reservas poderiam também ser direcionadas (por meio de um fundo ou não) para ativos estrangeiros pouco correlacionados às principais atividades exportadoras do Brasil, como alguns setores industriais mais intensivos em tecnologia e serviços. O objetivo dessas operações seria reduzir os efeitos cíclicos sobre a rentabilidade do fundo (e, por consequência, do Tesouro) numa reversão do atual cenário econômico.¹⁷

O uso dos recursos em investimentos em infra-estrutura também é possível, assim como parece ser o objetivo da Índia. Entretanto, qualquer que seja a utilização dos recursos do fundo no mercado doméstico corre-se o risco de incentivar ainda mais a apreciação cambial. Para evitar esse aspecto, o gasto com infra-estrutura deveria estar associado à importação de equipamentos para os projetos, de preferência de bens não produzidos pela indústria nacional, de maneira a não desincentivar sua produção doméstica.

Outro fator que poderia problematizar a opção de retirar da tutela do BCB parte das reservas oficiais é o forte crescimento da carteira dos investidores estrangeiros em ativos de curto prazo (portfólio) nos mercados financeiros domésticos, que já atingiu US\$ 212,4 bilhões em dezembro de 2007 (último dado disponível); e da dívida externa de curto prazo, que alcançou US\$ 39,8 bilhões (em junho de 2008), valores estes cuja soma supera o montante de reservas internacionais (US\$ 202,6 bilhões em julho de 2008). Isso configuraria um fator de instabilidade para a política cambial na medida em que um movimento intenso de aversão ao risco dos investidores internacionais, com fuga de capitais, poderia consumir grande parte das reservas oficiais, se o BCB viesse a satisfazer a demanda por divisas, sob a ameaça de grande desvalorização cambial com repercussões inflacionárias.¹⁸ Essa possibilidade deve ser levada em conta na organização de um fundo

(17) Cf. Málaga (2007): “Constituir um fundo de investimento de recursos públicos que livrem a economia da maldição dos recursos naturais. Isto é, um fundo que invista em setores que têm pouca correlação com os preços das matérias-primas, como tecnologia e serviços. Sim, papéis privados, em países com boa legislação e empresas *investment grade*. A administração deve ser concedida a profissionais com renome internacional, mediante concorrência para ter a melhor e mais transparente administração possível destes recursos. Assim se pára de financiar a baixo retorno o Tesouro americano e se tem um colchão amortecedor para os maus dias, que eventualmente virão. Alguns críticos se perguntarão qual é a vantagem do governo se endividar a 12% a.a. para comprar ativos que vão render, por exemplo, 8%, que é mais do que as reservas internacionais, porém menos do que os juros internos. Isto é verdade: ainda que seja um retorno melhor do que o governo recebe hoje, o fundo não tem como reverter esta situação. Porém, não se trata apenas de aumentar o rendimento destes investimentos, mas também de melhorar as propriedades contra cíclicas dos ativos do Tesouro (Nacional)”.

(18) Após a crise dos países asiáticos em 1997, o FMI passou a recomendar que os países em desenvolvimento mantivessem reservas internacionais líquidas em montante equivalente, no mínimo, à dívida externa com vencimento inferior a um ano – diretriz conhecida como regra Guidotti-Greenspan-FMI – a fim de evitar o risco de uma contração abrupta dos fluxos internacionais de capitais (Fundap, 2008, p.5).

soberano brasileiro, sendo aconselhável a recomposição ao menos parcial do estoque de moeda estrangeira sob gestão do BCB com objetivos de política cambial. Note-se, contudo, que a melhora da avaliação de risco do Brasil, realizada pelas agências Standard & Poor's e Fitch Ratings, reduz a necessidade de recomposição das reservas em função do maior influxo maior de capitais estrangeiros no país após a obtenção do "grau de investimento". Isso é verdadeiro mesmo na hipótese de forte deterioração temporária do resultado em transações correntes do país, o qual deverá transitar de um pequeno superávit em 2007 para déficit expressivo em 2008. Nos seis primeiros meses do ano, o déficit acumulado somou US\$ 17,4 bilhões (ver Tabela 1).

O uso de reservas cambiais previamente acumuladas pelo Banco Central também pode passar por iniciativas multilaterais. Na Ásia, por exemplo, o fortalecimento das reservas tem levado a propostas de constituição de um fundo supranacional que pudesse evitar ou amenizar instabilidades financeiras como as ocorridas em 1997. O volume de reservas cambiais dos bancos centrais da Ásia, exceto Japão (AXJ – *Asia ex-Japan's central banks*) em dezembro de 2007, totalizava US\$ 2,9 trilhões, levando em conta as reservas de países como China, Índia, Cingapura, Coreia do Sul, Hong Kong, Taiwan, Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia. Com as reservas do Japão, esse valor alcançava US\$ 3,9 trilhões, cerca de 60% das reservas mundiais (US\$ 6,4 bilhões, segundo o *Annual Report 2008* do BIS). Uma das medidas adotadas na gestão das reservas pelos países asiáticos, que compõem ASEAN+3 (Brunei, Camboja, Indonésia, Laos, Malásia, Mianmar, Filipinas, Cingapura, Tailândia e Vietnã, juntamente com a China, Japão e Coreia do Sul), foi o compromisso, em maio de 2007, de criar um fundo monetário comum, com intuito de garantir liquidez em momentos de crise e evitar desvalorizações abruptas, como as ocorridas durante a crise asiática. O fundo deveria ser constituído a partir da transformação em multilateral de 16 acordos bilaterais de troca de divisas criados na região desde 2000. No total, esses acordos somavam US\$ 79 bilhões no fim de março de 2007. Posteriormente, em 5 de maio de 2008, a imprensa divulgou que os países da Associação das Nações do Sudeste Asiático mais Japão, Coreia do Sul e China anunciaram a criação de um fundo de ajuda financeira de, no mínimo, US\$ 80 bilhões, voltado a reduzir os impactos de turbulências no mercado financeiro internacional, da alta no preço do petróleo e das *commodities*. Os países da Associação contribuirão com 20% do total e o restante virá dos outros três.

Na América Latina, as discussões a respeito da constituição de um banco de investimento e de um fundo de estabilização de desequilíbrios de balanço de pagamento para a região podem levar a propostas de um uso multilateral das reservas oficiais. Ainda não está claro de onde viriam os recursos para a constituição dessas instituições, mas as reservas internacionais seriam uma fonte possível, com depósitos por parte de cada país em bases proporcionais ao seu peso relativo na economia latino-americana. Persistem também

as negociações para a criação de um sistema de pagamentos em moeda local¹⁹ e de um fundo de garantias dos projetos de investimentos, reduzindo a dependência do sistema financeiro internacional.

A criação dessas instituições viria ao encontro de suprir a falta de representatividade dos países da região nas decisões de organismos multilaterais como o Banco Interamericano de Desenvolvimento ou do Fundo Monetário Internacional. Em 9 de dezembro de 2007, os governos da Argentina, Bolívia, Brasil, Equador, Paraguai, Venezuela e Uruguai constituíram o Banco do Sul, com sede em Caracas e uma subsele em Buenos Aires, visando uma maior integração financeira regional. Idealizado como um banco de desenvolvimento para financiar projetos de infra-estrutura, ciência e tecnologia e ações sociais na região, suas condições de funcionamento (capital inicial, cota dos países, composição da diretoria etc.), no entanto, ainda não foram definidas.²⁰ Pelas informações disponíveis, os recursos para compor o capital inicial do banco seriam provenientes dos orçamentos oficiais dos governos e não das reservas dos bancos centrais. A participação das reservas dos países não estaria totalmente descartada, porém não entraria na composição da estrutura de controle da instituição. Ademais, como o Banco do Sul deverá realizar operações no mercado de capitais, oferecendo títulos aos investidores, os países poderão utilizar parte de suas reservas para comprar títulos emitidos pelo Banco.

Em suma, enquanto o fundo de estabilização macroeconômica auxiliaria as economias em momentos de escassez de divisas, substituindo em parte (ou ao todo) os empréstimos do FMI, o banco de investimento teria papel na construção de infra-estrutura regional que poderia, inclusive, contar com a participação privada por meio de parcerias. A criação dessas instituições colaboraria com a integração econômica regional se desempenhasse papel semelhante ao Banco Europeu de Investimento, criado em 1957.²¹ Por meio de financiamento de investimentos, essa instituição teve por objetivo reduzir as

(19) A partir da Medida Provisória n. 435, de 26 de junho de 2008 – “Art. 9. Fica o Banco Central do Brasil autorizado a abrir crédito ao Banco Central da República Argentina, até o limite de US\$ 120.000.000.00 (cento e vinte milhões de dólares dos Estados Unidos da América), sob a forma de margem de contingência reciprocamente concedida no âmbito do Sistema de Pagamentos em Moedas Locais (SML)” – o comércio entre o Brasil e a Argentina passou a se realizar em moeda local.

(20) Na configuração atual, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) enfrenta restrições jurídicas para financiar projetos em terceiros países que não envolvam empresas brasileiras e/ou exportações brasileiras. Além de restrições orçamentárias (volume de recursos disponíveis), essas restrições legais limitam o alcance de suas operações como um banco de desenvolvimento e integração da América do Sul.

(21) Para uma excelente discussão sobre o Banco Europeu de Investimento, ver Griffith-Jones; Steinherr e Lima (2006). Para uma avaliação sobre os diferentes instrumentos de cooperação internacional e/ou regional, ver Ocampo (2006).

disparidades regionais, ao lado das transferências fiscais para as economias menos desenvolvidas do bloco europeu, outro importante instrumento de integração.

Fundo de estabilização a partir de um imposto sobre as exportações

Tem sido aventada outra opção, qual seja, a instituição de um fundo de estabilização a partir de recursos ainda não acumulados, por exemplo, a partir da criação de um imposto sobre as exportações, como instituído pela Argentina.²² Como sugerido, o fato de o Brasil não ter uma pauta de exportação muito concentrada, como a maioria dos países que possuem fundos de estabilização, poderia dificultar a eleição dos setores tributáveis. A menor concentração das exportações nacionais não isenta a economia brasileira dos efeitos negativos da apreciação cambial alimentada pelo desempenho das exportações de *commodities* cujos preços internacionais se elevaram muito no último ciclo econômico (2002-2008).²³ A apreciação cambial levada a cabo pelas exportações dos setores extrativistas (principalmente minerais e petróleo) poderia reduzir a competitividade dos demais setores econômicos, especialmente da indústria, colaborando para uma regressão do nível tecnológico da produção e da exportação do país.²⁴ Por um lado, a tributação das *commodities* de maior valorização nos mercados internacionais poderia arrefecer a entrada de divisas, reduzindo a pressão sobre o câmbio. Por outro lado, os recursos desse fundo de *commodities* poderiam ser utilizados para financiar investimentos em infra-estrutura (estradas, ferrovias, portos, aeroportos etc.) por meio da compra de debêntures, bônus ou participação acionária desses empreendimentos. Como sugerido, caso seja intenção evitar a apreciação cambial, as emissões dos projetos de investimento poderiam ser realizadas em reais, mas com cláusula de indexação cambial, a fim de manter o equilíbrio patrimonial do fundo.

(22) A Argentina, por exemplo, adota alíquotas mais elevadas sobre a receita das exportações de suas principais *commodities*: 20% para trigo e milho, 23,5% para girassol, 27,5% para soja. De maneira geral, exportações de maior valor agregado têm suas receitas taxadas em 5%, contra 20% no caso de produtos de baixo valor agregado.

(23) Diante de uma valorização mais generalizada das *commodities* a OECD (2006) defendeu que o governo russo ampliasse o número de produtos (*commodities* não-combustível) cujas receitas de exportação poderiam ser direcionadas ao fundo de estabilização por meio de impostos, amenizando a pressão cambial e possibilitando mais diversificação produtiva.

(24) Estudos do IEDI (2008a, 2008b), o saldo comercial da indústria brasileira tornou-se negativo no primeiro semestre de 2008, com a aceleração do crescimento econômico e a ampliação das importações de produtos de alta e média-alta intensidade tecnológica. A indústria contribuía para o superávit comercial do país desde o primeiro trimestre de 2002. Sobre as transformações na estrutura produtiva brasileira recente, ver Carneiro (2007a, 2007b), Laplane e Sarti (2006), Braga (2006) e Baer e Cintra (2004).

Fundo de estabilização a partir de um depósito compulsório sobre os exportadores

Uma medida alternativa à criação do imposto seria a formação do fundo a partir de depósitos compulsórios realizados pelos exportadores de *commodities* em moeda estrangeira. Na Rússia ou no Chile, por exemplo, foram estabelecidos preços de referência para as principais *commodities* exportadas pelos países, incidindo o depósito (recolhido em um fundo mantido no exterior) sobre os valores de receita de exportação correspondentes a preços acima desse patamar. A titularidade dos recursos depositados, sendo do exportador, permite-lhe fazer saques quando o preço de mercado de sua *commodity* cair abaixo do preço de referência estabelecido. A gestão desses recursos seria concedida a gestores privados previamente selecionados de maneira a constituir diferentes perfis de aplicação à escolha do exportador. A alternativa dos depósitos compulsórios não tem impacto direto negativo sobre a rentabilidade das exportações, já prejudicadas pela apreciação cambial. Deve-se alertar que para um efetivo impacto sobre a taxa de câmbio, os depósitos não poderiam ser transacionados em mercados secundários, pois corresponderiam a títulos cambiais, com impactos no mercado de câmbio doméstico. Tampouco poderiam ser dados como garantia para empréstimos estrangeiros, caso contrário essa fração retida no fundo poderia ser internalizada como empréstimos externos pelos exportadores.

Na prática, o fundo tornaria compulsória a possibilidade dada ao exportador de conservar as receitas de suas vendas no exterior, decisão tomada pelo Ministério da Fazenda, em 12 de março de 2008, quando reduziu a cobertura cambial de 70% para 0%. Em março de 2005, a cobertura cambial às exportações havia sido flexibilizada, com a ampliação dos prazos de retenção de dólares no exterior pelos exportadores, medida que ampliou a conversibilidade da conta corrente do balanço de pagamentos. Por meio da Lei no. 11.371/2006, os exportadores foram autorizados a deixar no exterior até 30% das receitas de suas vendas ao exterior; a fim de honrar compromissos externos (dívidas e importações), os outros 70% deveriam ser trazidos ao país em até 210 dias. A princípio, essa flexibilização da cobertura cambial dos exportadores poderia se traduzir em menor oferta de divisas e, assim, em menor pressão no mercado de câmbio. Contudo, o grande diferencial entre as taxas de juros domésticas e internacionais e a tendência de apreciação do real incentivam a internalização desses recursos.

Fundo de estabilização a partir do superávit primário do Tesouro Nacional

Cabe sublinhar que o Banco Central do Brasil tem participado do debate sobre a criação de um fundo soberano brasileiro e vem defendendo o argumento de que as reservas internacionais devem ser aplicadas e mantidas em ativos de alta liquidez caso a autoridade

monetária necessite de recursos para enfrentar uma crise no balanço de pagamentos.²⁵ Dessa forma, tem se posicionado contra a formação do fundo – cujos recursos seriam aplicados em ativos mais arriscados, de menor liquidez e de retorno potencialmente maior, tais como bônus soberanos de longo prazo, títulos de dívidas de empresas, ações, imóveis e investimento estrangeiro direto, debêntures do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) etc. – a partir das reservas internacionais acumuladas.

Diante disso, uma alternativa para se constituir o Fundo Brasil, como chegou a ser chamado um fundo soberano nacional, seria formá-lo a partir das reservas adquiridas pelo Tesouro, com recursos do superávit primário. Como a criação de fundo cambial daria ao Tesouro Nacional a capacidade de interferência no mercado de câmbio, seria necessário que sua atuação fosse coordenada à do Banco Central. Essa coordenação poderia ser efetuada por meio da designação de um membro do Comitê de Política Monetária (Copom) no conselho do fundo e de um representante do Tesouro no Copom. A gestão compartilhada da política cambial poderia colaborar para a redução da resistência do Banco Central.

Os recursos do fundo, gerido em dólar, seriam direcionados para aquisição de títulos emitidos pelo BNDES, referenciados em moeda estrangeira. A experiência internacional mostra que são amplas as formas de administração dos fundos soberanos. Nesse caso, procurar-se-ia conter a sobrevalorização da taxa de câmbio e utilizar os recursos para financiar o desenvolvimento socioeconômico (política industrial e infra-estrutura).²⁶ Vale lembrar dois aspectos. Em primeiro lugar, a avaliação do risco de crédito do Banco deverá melhorar com a obtenção do *investment grade* pelo país e proporcionar maior segurança e qualidade para as reservas. Em segundo lugar, as transferências para o BNDES não configurariam despesas e sim investimentos (o Banco é a única instituição federal para a qual os repasses não são considerados despesas).²⁷ Os recursos assim captados ampliariam a capacidade de financiamento do BNDES e poderiam ser canalizados para a melhoria da infra-estrutura nacional (estradas, ferrovias, portos, aeroportos etc.) que se apresenta como importante gargalo ao crescimento econômico. Para o ano de 2008, por exemplo, o BNDES enfrenta um déficit de cerca de R\$ 30 bilhões para cobrir as necessidades de financiamento dos projetos já aprovados. O déficit potencial de recursos da principal instituição financeira de desenvolvimento do país seguramente será muito maior nos próximos anos, caso tenha continuidade o atual processo de ampliação dos investimentos produtivos e a nova política

(25) Salienta-se que as reservas internacionais somaram US\$ 202,6 bilhões, em 29 de julho de 2008, praticamente alcançando a dívida externa total (US\$ 205,3 bilhões, em junho de 2007, sem considerar os empréstimos intercompanhias, que somaram US\$ 57,1 bilhões), sendo US\$ 165,5 bilhões de longo prazo e US\$ 39,8 bilhões de curto prazo (ver Tabela 1).

(26) Há indicações de que o Khazanah Nasional da Malásia utiliza seus US\$ 18 bilhões para implementar sua política industrial e aumentar a competitividade internacional de suas empresas.

(27) Ver, Afonso e Biasoto Jr. (2007a, 2007b).

industrial do governo venha a contribuir, como é seu objetivo, para um maior desenvolvimento da indústria, fatores que reforçam a idéia de um fundo brasileiro.²⁸

Fundo soberano a partir da captação de recursos no mercado internacional

Há outra proposta em discussão, em que os recursos do fundo seriam provenientes de captação de recursos no exterior (emissão de títulos do Tesouro Nacional) no mercado internacional. Seria aproveitada a boa inserção externa brasileira para captar recursos e financiar projetos de investimentos produtivos, inclusive, fora do país, a exportação de bens e serviços e a internacionalização das empresas brasileiras. Como no caso anterior, essa vertente poderia colaborar para minimizar a carência de recursos para o financiamento de longo prazo no Brasil, na medida em que introduziria uma fonte nova de recursos para o financiamento de operações externas, atualmente efetivadas com *funding* do BNDES. Com o *investment grade* e o conseqüente declínio do custo de financiamento externo essa hipótese torna-se mais atraente.

Uma das objeções a essa alternativa seria que os mesmos resultados poderiam ser alcançados mediante outros instrumentos. “O BNDES, por exemplo, poderia ampliar seu *funding* por meio da emissão de títulos no mercado internacional, em condições de prazo e custo hoje mais favoráveis do que no passado recente, graças à obtenção do *investment grade*” (Freitas; Biasoto Jr.; Prates, 2008). Além disso, a obtenção do grau de investimento introduz a expectativa de um maior acesso das empresas brasileiras ao mercado internacional de capitais, dada a maior disponibilidade de investidores qualificados (fundos de pensão e companhias de seguros que investir apenas em papéis classificados com não-especulativos).

Sarti e Laplane (2008, p. 9, grifo dos autores), no entanto, salientam que: “o Fundo Soberano poderá ser um importante instrumento para financiar o processo de internacionalização produtiva e comercial de empresas brasileiras. A internacionalização representa oportunidades não apenas para as empresas protagonistas diretas desse processo, mas também para seus fornecedores e clientes no Brasil. A competitividade da indústria como um todo é potencializada pelas redes de pesquisa, suprimento, produção e distribuição das empresas internacionalizadas. *Não é óbvio que todas as empresas brasileiras possam encontrar apoio no mercado para financiar seu processo de internacionalização. Empresas em fase incipiente desse processo podem enfrentar dificuldades.* Nesse sentido, a participação do BNDES, com larga experiência na avaliação e operacionalização de projetos, será decisiva”.

(28) Sobre a *Política de Desenvolvimento Produtivo: Inovar e Investir para Crescer*, divulgada pelo Ministério de Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), em 12 de maio de 2008, disponível em: <http://www.desenvolvimento.gov.br/pdp/>. Para uma análise dos principais programas, ver Almeida (2008). Sobre a institucionalidade da política industrial e tecnológica brasileira, ver Suzigan e Furtado (2007).

Fundo soberano a partir dos recursos provenientes das novas reservas de petróleo e gás

Finalmente, a descoberta de novas reservas de petróleo e gás, que poderá transformar o Brasil em grande produtor e exportador, introduz novos elementos na discussão. Com reservas estimadas em até 80 bilhões de barris de petróleo e potencial para gerar um enorme fluxo líquido de recursos, esse megassuperávit futuro (de receitas tributárias e de moeda estrangeira provenientes de exportações) torna praticamente inevitável a necessidade de um Fundo Brasil.²⁹ Nesse caso, o fundo deveria possuir, pelo menos, um duplo objetivo: a) impedir o desenvolvimento da chamada “doença holandesa” em que um evento desta natureza provoca forte apreciação da taxa de câmbio e deprime o desenvolvimento de outras atividades de produção de bens comercializáveis; b) permitir que parte dessa riqueza possa ser transmitida às gerações futuras. Com a provável mudança das regras de exploração da nova província petrolífera, a fatia apropriada pela União deverá crescer.³⁰ Parte desses recursos fiscais poderia capitalizar o Fundo. A aplicação de seus recursos seria canalizada para ativos financeiros internacionais, tais como títulos dos tesouros dos países desenvolvidos, bônus do BNDES denominados em moeda estrangeira e outras aplicações. Os recursos captados pelo BNDES, por seu turno, seriam utilizados para auxiliar a modernização da infra-estrutura, promover a oferta de energia e ampliar a política industrial e de progresso técnico e inovação (com destaque para a indústria petrolífera e seus derivados).³¹ Observa-se que a parcela detida em divisas do Fundo ainda contribuiria para atenuar as pressões de apreciação da taxa de câmbio.

O Fundo Soberano do Brasil: proposta do Ministério da Fazenda

Foi neste contexto de elevado volume de reservas internacionais, pressões sobre a taxa de câmbio e perspectivas de megassuperávits provenientes do petróleo disponível na camada pré-sal – a despeito do atual déficit em conta corrente e do déficit fiscal nominal – que se reforçou a decisão de o Ministério da Fazenda propor a constituição de um fundo soberano para o país.

(29) Para uma discussão sobre os possíveis impactos do petróleo pré-sal na economia brasileira, ver, entre outros, Mendonça de Barros (2008).

(30) Para uma discussão dos diferentes modelos de exploração e gestão dos recursos provenientes do petróleo, ver Cagnin e Cintra (2008).

(31) Furtado (2008) defende que as demandas da Petrobras e de outras empresas petrolíferas por navios e plataformas de exploração de petróleo podem resultar numa cadeia integrada para trás. As maiores dificuldades se encontrariam na montagem das cadeias para frente. Além de fortalecer os grupos petroquímicos, seria importante definir preços adequados (menos erráticos) para as matérias-primas (nafta e gás). Seria relevante também definir políticas de agregação de valor, por meio de inovações tecnológicas, nessas cadeias produtivas em que o país possui (ou irá possuir) vantagens substantivas. Caso contrário, corre-se o risco de o país se transformar em apenas mais um exportador de petróleo, com uma cadeia integrada para trás, com baixos desenvolvimentos para frente.

De acordo com a *Exposição de Motivos*, n. 83, do Ministério da Fazenda, de 23 de maio de 2008: “a gestão das reservas internacionais no Brasil obedece a direcionamento que prioriza liquidez e segurança dos ativos, trabalhando com aplicações mais conservadoras, de menor risco. Ressalta-se que sob o ponto de vista de política monetária e cambial essa é uma opção altamente recomendável. Contudo, a atual situação externa brasileira permite afirmar que parte do volume de divisas na economia poderia ser eficientemente canalizada para a aplicação em ativos no exterior bem como no fomento a investimentos estratégicos no exterior prestando, assim, maiores serviços aos interesses nacionais. O cenário econômico favorável do país reflete a solidez dos fundamentos e das políticas adotadas. No setor externo, o país se fortaleceu caminhando para uma posição de credor líquido internacional. No quadro fiscal, a geração de superávits primários permitiu que fossem dadas as condições para a redução consistente da dívida líquida do setor público. O resultado nominal positivo registrado no primeiro trimestre deste ano confirma os compromissos fiscais do país com sustentabilidade fiscal. O reconhecimento internacional das adequadas políticas e dos fundamentos econômicos, com a elevação do Brasil à condição de grau de investimento, pavimenta um ambiente propício aos investimentos e conseqüente crescimento econômico. Nesse contexto, propõe-se a criação do Fundo Soberano do Brasil (FSB), fundo especial de natureza contábil-financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda, com a finalidade de: (i) formar poupança pública; (ii) mitigar os efeitos dos ciclos econômicos; (iii) promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior; e (iv) fomentar projetos de interesse estratégico do país localizados no exterior”.

Como sugerido acima, o Fundo Soberano do Brasil está sendo proposto com múltiplos objetivos. Aparentemente, pelo menos na fase de formação do fundo, a dimensão fiscal, visando auxiliar o controle da inflação, assumiu preponderância. O fundo seria capitalizado pelos recursos provenientes da elevação da meta de superávit primário dos atuais 3,8% do PIB para 4,3% do PIB.³² Essa poupança fiscal adicional de 0,5% do PIB, estimada em R\$ 14,5 bilhões durante o ano de 2008, aproveitando o crescimento da economia e da arrecadação tributária, seria destinada ao fundo soberano (contraíndo o gasto público em um momento de aquecimento econômico).³³ Os recursos acumulados poderiam ser utilizados em um momento de retração do dinamismo econômico e das receitas fiscais.

(32) Cf. *Exposição de Motivos* n. 083, de 23 de maio de 2008, do Ministério da Fazenda: “Deve-se ressaltar que o custo da medida decorre do aporte financeiro para constituição do FSB e poderá atingir o equivalente a 0,50% do PIB em 2008, correspondente ao valor que superar a meta de resultado primário para o setor público consolidado de 3,80% do PIB, estabelecida na Lei de Diretrizes Orçamentárias para o corrente exercício”.

(33) Cf. Sarti e Laplane (2008, p. 9): “a criação do Fundo, concomitantemente com a ampliação do superávit primário, aumenta a eficácia da política fiscal no combate às pressões inflacionárias. No curto prazo, o aumento do superávit primário contém o ritmo de expansão da demanda agregada, enquanto os recursos assim obtidos são destinados, através do Fundo, ao financiamento de investimentos no exterior e atuam, no longo prazo, sobre as condições da oferta agregada, aumentando a competitividade da indústria. O uso alternativo dos recursos para financiar o déficit nominal com menor emissão de títulos pode ser mais eficaz na redução do endividamento público, mas não na ampliação da oferta agregada como instrumento para controlar pressões inflacionárias e para sustentar o crescimento”.

As aplicações do fundo seriam em moeda nacional e estrangeira.³⁴ A poupança fiscal em reais utilizada para a compra de moeda estrangeira no mercado local, reduzindo as pressões de valorização do real e/ou proporcionando maior rendimento para as reservas, seria alocada em ativos financeiros no exterior (por exemplo, debêntures em moeda estrangeira ou ações de empresas brasileiras no exterior), bem como em cotas de um Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (FFIE).³⁵ Institui-se, ainda, a possibilidade de o fundo realizar captações em moeda estrangeira (emissão de títulos) e efetuar repasses para investidores brasileiros (ver Quadro 2). Os recursos seriam operacionalizados por instituição financeira federal.

Quadro 2
Fundo Soberano do Brasil: Fontes de Financiamento e Objetivos

Fonte de financiamento	Objetivo
Fiscal: receita primária	Política fiscal anticíclica
	Operações cambiais
	Financiamento de projetos estratégicos (por meio do BNDES, por exemplo) – via aquisição de ativos
Financeira: emissão de títulos no exterior	Operações cambiais

Fonte: Apresentação do ministro da Fazenda, Guido Mantega, durante audiência pública na Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados: “Fundo Soberano do Brasil”. Julho de 2008. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/2008/julho/p020708.pdf>>.

Para administrar o Fundo Soberano do Brasil seria constituído um Conselho Deliberativo, com funções de estabelecer a forma, prazo e natureza dos investimentos, no âmbito do Ministério da Fazenda. Além dos mecanismos de transparência de gestão de fundos já instituídos pela legislação vigente (Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil), seria delineado um relatório de desempenho do Fundo a ser

(34) Cf. Projeto de Lei n.3.674, de 7 de julho de 2008, “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” (grifos dos autores).

(35) Cf. Projeto de Lei n.3.674, de 7 de julho de 2008, “Art. 6º 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 n. 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. (...)

§ 3º O FFIE terá por finalidade promover a aplicação *em ativos no Brasil e no exterior* com vistas à formação de poupança pública, mitigação dos efeitos dos ciclos econômicos e fomento a projetos de interesse estratégicos do país localizados no exterior” (grifo dos autores).

encaminhamento semestralmente ao Congresso Nacional.³⁶ A rentabilidade mínima prevista para o Fundo seria a taxa *Libor* (*London Interbank Offered Rate* – Taxa Interbancária de Oferta no Mercado de Londres) de seis meses, ponderada pelo risco de cada operação.

Em suma, o modelo desenhado pelo Ministério da Fazenda pode não se configurar o mais apropriado. Os debates no Congresso Nacional deverão aperfeiçoá-lo. Dessa forma, Executivo e Legislativo avançam no planejamento do futuro diante de novas variáveis que descortinam oportunidades inigualáveis para a economia e a sociedade brasileira. Para que se possa tirar o máximo proveito possível da riqueza proveniente das novas descobertas de petróleo e gás, bem como das estratégias das grandes empresas nacionais e multinacionais em diferentes segmentos, será necessário que novos instrumentos de política, como a constituição do Fundo Soberano, sejam implementados para evitar os riscos de efeitos adversos das novas riquezas e, simultaneamente, perpetuar seus benefícios.

Referências bibliográficas

AFONSO, José Roberto R.; BIASOTO JR., Geraldo. Investimento público no Brasil: diagnósticos e proposições, *Revista do BNDES*, vol. 14, n. 27. Rio de Janeiro, BNDES, Junho 2007a, p. 71-122. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br>.

_____; _____. Investimento público no Brasil: propostas para desatar o nó, *Revista Novos Estudos*, n. 77. São Paulo: Cebrap, 2007b, p. 7-26. Disponível em: <http://novosestudos.uol.com.br/>

ALMEIDA, Julio Sergio G. de. *A Política de Desenvolvimento Produtivo*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi). Disponível em: <http://www.iedi.org>.

BAER, Monica; CINTRA, Marcos Antonio M. (2004) *Brasil: investimento estrangeiro direto e estratégias empresariais*. Santiago: Comissão Econômica para a América Latina e Caribe, setembro. Uma versão simplificada desse trabalho foi publicada no relatório – *La inversión extranjera em América Latina y el Caribe* – “Brasil: inversión extranjera directa y estrategias”, Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2005, p. 85-140. Disponível em: <http://www.cepal.org>.

BRAGA, José Carlos S. *O capitalismo brasileiro tal qual ele é: observações sobre “o modelo pós-desenvolvimentista”*, 1994/2006. Campinas: IE/Unicamp (mimeo), 2006.

(36) Cf. Projeto de Lei n. 3.674, de 7 de julho de 2008, “Art. 8º As demonstrações contábeis e os resultados das aplicações do FSB serão elaboradas e apuradas semestralmente, nos termos previstos pelo órgão central de contabilidade de que trata o inciso I do art. 17 da Lei n. 10.180, de 6 de fevereiro de 2001.

Art. 9º O Ministério da Fazenda encaminhará semestralmente ao Congresso Nacional relatório de desempenho, conforme disposto em regulamento do FSB”.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. *Doença holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana*. São Paulo: FGV-SP, dezembro de 2007 (mimeo).

CAGNIN, Rafael F. *O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002*. Campinas: IE/Unicamp (Dissertação de Mestrado), 2007.

_____; CINTRA, Marcos A. M.; FARHI, Maryse; ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de. *O Debate em torno dos fundos cambiais: experiências internacionais*. Campinas: IE/Unicamp, nov. 2008. (Texto para Discussão, n. 150). Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/textosdiscussao/texto150.pdf>.

_____; _____. *Experiências internacionais na gestão de recursos provenientes da exploração do petróleo*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (Iedi), São Paulo, junho de 2008.

CARNEIRO, Ricardo. Determinantes do investimento. Relatório I do Subprojeto VI: Determinantes do Investimento do Projeto de Pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES, 2007a (mimeo).

_____. Internacionalização produtiva, estratégias empresariais e investimento. Relatório II do Subprojeto VI: Determinantes do Investimento do Projeto de Pesquisa – *O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento*. Campinas: Cecon/IE/Unicamp e Rio de Janeiro: BNDES, 2007b (mimeo).

CARVALHO, Fernando Cardim de *et alii*. *Economia monetária e financeira: teoria e política*, 2a edição, Rio de Janeiro, Ed. Campus, 2007.

CINTRA, Marcos A. M.; CAGNIN, Rafael F. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. *Econômica*, Rio de Janeiro, v.9, n.1, p.89-131, dezembro de 2007.

_____; _____. Euforia e pessimismo: os ciclos de ativos, de crédito e de investimento da economia americana, após 1982, Revista *Novos Estudos*, no. 79. São Paulo: Cebrap, p.23-44, novembro de 2007. Disponível em: <http://novosestudos.uol.com.br/>

DE CONTE, Bruno; VALENTE, Frederico. As controvérsias teóricas que rondam a escolha de regimes cambiais em países emergentes. *XII Encontro Nacional de Economia Política*. São Paulo, Sociedade Brasileira de Economia Política, junho de 2007. Disponível em: <http://www.sep.org.br>.

ERIKSEN, Tore. *The Norwegian petroleum sector and the Government Pension Fund – Global*, Secretary General of Ministry of Finance, June 2006. Disponível em: http://www.regjeringen.no/upload/FIN/Statens%20pensjonsfond/The_Norwegian_Petroleum_Sector_te.pdf. Acesso em 10 de junho de 2007.

EUROPEAN Commission (The). Communication on sovereign wealth funds (SWFs). Presented to the Spring European Council on March 13-14. Disponível em: http://ec.europa.eu/ireland/press_office/news_of_the_day/sovereignwealthfunds_en.htm.

FARHI, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio M.; CAGNIN, Rafael F.; ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de. *Mercado de câmbio: possíveis medidas contra a excessiva apreciação cambial*. Campinas: IE/Unicamp (Texto para Discussão), agosto de 2008 (no prelo).

FASANO, Ugo. Review of the experience with oil stabilization and savings funds in selected countries. *IMF Working Paper*, n. 112. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2000. Disponível em: <http://www.imf.org>.

FERNANDEZ, David G.; ESCHWEILER, Bernhard. *Sovereign wealth funds: a bottom-up primer*, JPMorgan Research, JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore Branch, 22 May 2008. Disponível em: <http://www.morganmarkets.com>.

FOLHA de S.Paulo. Países asiáticos criam fundo anticrise. São Paulo, 07 de maio de 2007.

FOLHA de S.Paulo. O que fazer com tanto dinheiro. São Paulo, 25 de abril de 2007.

FREIRE, Vinicius T. Uma troca de câmbio liberal, *Folha de S.Paulo*, São Paulo, 20 de maio de 2007.

FREITAS, M. Cristina Penido de; CINTRA, Marcos A. M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano, *Revista de Economia Política*, vol. 28, n. 3 (111), São Paulo, Editora 34, julho/setembro de 2008.

_____; BIASOTO Jr., Geraldo; PRATES, Daniela M. Fundo soberano *made in Brazil*, *Valor Econômico*, São Paulo, 06 de junho de 2008.

FUNDAP. Fundos de riqueza soberana. *Nota Técnica*, n. 18. Grupo de Conjuntura da Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo, São Paulo, 27 de maio de 2008. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/Fundos%20de%20Riqueza%20Soberana.pdf>.

FURTADO, João. Muito além da *especialização regressiva* e da *doença holandesa*: o *Chinami* como oportunidade para o desenvolvimento brasileiro. *Revista Novos Estudos*, n. 81. Cebrap, São Paulo, julho de 2008. Disponível em: <http://novosestudos.uol.com.br/>

GIEVE, John. *Sovereign wealth funds and global imbalances*. Speech by the Deputy Governor of the Bank of England to the Sovereign Wealth Management Conference, London, March 14th 2008 (*BIS Review* 31/2008). Disponível em: <http://www.bis.org>.

GLOBAL Insight. *Sovereign wealth fund tracker*. Disponível em: <http://www.globalinsight.com/Highlight/HighlightDetail12280.htm>.

GRIFFITH-JONES, Stephany; STEINHERR, Alfred; LIMA, Ana Teresa F. de. European financial institutions: a useful inspiration for developing countries?, in: OCAMPO, José Antonio (Ed.) *Regional financial cooperation*. Baltimore, MD: Brookings Institution Press, 2006, p.136-163.

GUTTMANN, Robert. The collapse of securitization: From subprimes to global credit crunch. *La Lettre de la CEPN n° 2*, Centre d'Economie de l'Université Paris-Nord. p. 2-7. Décembre 2007.

_____. *Central banking in a debt-deflation crisis: a comparison of the Fed and ECB*. Hofstra University, New York; CEPN, Paris XIII, 2008 (mimeo).

_____; PLIHON, Dominique. Consumer debt at the center of finance-led capitalism. Paris, janeiro de 2008 (mimeo).

IEDI. O retorno do déficit comercial da indústria, *Análise IEDI: Comércio Exterior*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, 31 de julho de 2008a.

_____. Produção e comércio exterior da indústria segundo a intensidade tecnológica, *Carta IEDI*, n. 314. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, 30 de maio de 2008b.

IADB. *Lowering the risks of sovereign finance*. Box 14.1 – Making Stabilization Funds Work, IPES On-line. Washington, D.C., Inter-American Development Bank, 2006.

IMF. *Global Financial Stability Report*, September 2007, Annex 1,2. Sovereign Wealth Funds. Washington, D.C., International Monetary Fund, p.45-51. Disponível em: <http://www.imf.org>.

_____. *Sovereign wealth funds: a work agenda*. Washington, D.C., International Monetary Fund, February 29, 2008. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>.

_____. *Balance of Payments: Manual V*, 1993. Washington, D.C.: International Monetary Fund. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>.

JEN, Stephen. G10: the newest member of the 'SWF Club'. *Morgan Stanley Fixed Income Research*, April 2007.

JIMÉNEZ, Juan Pablo; TROMBEN, Varinia. Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe. *Revista de la Cepal*, no. 90. Santiago: Cepal, p.61-86, diciembre de 2006.

KERN, Steffen. *Sovereign wealth funds: state investments on the rise*. Deutsche Bank Research, September 10th 2007. Disponível em: <http://www.dbresearch.com>.

KREGEL, Jan. Minsky's cushions of safety: Systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market. *Public Policy Brief No. 93*, The Levy Economics Institute of Bard College, January 2008.

_____. The natural instability of financial markets. *Working Paper No. 523*, The Levy Economics Institute of Bard College, December 2007.

KUPFER, David. Do encadeamento ao transbordamento, *Valor Econômico*, São Paulo, 30 de abril de 2008.

LAPLANE, Mariano; SARTI, Fernando. Prometeu acorrentado: o Brasil na indústria mundial no início do século XXI, in CARNEIRO, Ricardo (Org.) *A Supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Ed. Unesp/Fapesp, p.299-319, 2006.

LESSA, Carlos. O pré-sal e o enigmático futuro brasileiro, *Valor Econômico*, São Paulo, 12 de março de 2008.

LIBERDAD Y DESARROLLO. How an oil stabilization fund becomes a tax? *Temas Públicos*, n. 763, Março 2006. Disponível em: <http://www.lyd.com/english/noticias/763how.pdf>.

LOYOLA, Gustavo. Fundo soberano aumenta risco macroeconômico, *Valor Econômico*, São Paulo, 10 de dezembro de 2007.

MACHINEA, José Luis; ROZENWURCEL, Guillermo. Macroeconomic coordination in Latin America: does it have a future?, *Série Informes y Estudios Especiales*, no. 15. Santiago: Cepal, diciembre 2005. Disponible en: <http://www.cepal.org>.

MÁLAGA, Tomás. O que fazer com os dólares? *Valor Econômico*, São Paulo, 21 de junho de 2007.

MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos. Economia brasileira: um novo futuro. *Revista Novos Estudos*, n. 81. Cebrap, São Paulo, julho de 2008. Disponível em: <http://novosestudos.uol.com.br/>.

MERCADANTE, Aloisio. O mal do avestruz, *Folha de S.Paulo*, São Paulo, 10 de agosto de 2008, p. A3.

MIHALJEK, Dubravko. Local complications of global economic integration: privatization receipts and volatile export earnings, *BIS paper*, no. 23. Basle: Bank for International Settlements, May 2005. Disponível em: <http://www.bis.org>.

MOHANTY, Madhusudan; TURNER, Philip. Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications? *BIS Quarterly Review*. Basle: Bank for International Settlements, September 2006. Disponível em: <http://www.bis.org>.

MORENO, Ramon. Motives for intervention, *BIS papers*, no. 24. Basle: Bank for International Settlements, 2005. Disponível em: <http://www.bis.org>.

MUKHERJEE, Andy. India's foreign reserves must find a better. *Bloomberg*, July 2007. Disponível em: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601039&sid=aq5MwxvrzPvA&refer=columnist_mukherjee.

OCAMPO, José Antonio. La cooperación financiera regional: experiencias y desafíos. In: OCAMPO, José Antonio (Comp.) *Cooperación financiera regional*. Santiago: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, septiembre 2006, p.13-55. Disponible en: <http://www.cepal.org>.

OECD. *Economic survey of the Russian Federation 2006: fiscal policy: the principal tool for macroeconomic management*, in: OECD Economic Survey of the Russian Federation, Fiscal Policy, Chapter 2, 2006. Disponível em: <http://www.oecd.org/eco/surveys/russia>.

OECD. *Economic survey of Norway 2007: putting public finances on a sustainable path*. Paris: OECD Economics Department, 2007. Disponível em: http://www.oecd.org/document/27/0,3343,en_2649_34595_37973531_1_1_1_1,00.html

PALMA, José G. Quatro fontes de “desindustrialização” e um novo conceito de “doença holandesa”. Trabalho apresentado na *Conferência de Industrialização, Desindustrialização e Desenvolvimento*, organizada pela Fiesp e Iedi, Centro Cultural da Fiesp, São Paulo, 28 de agosto de 2005.

PASTORE, Affonso C.; PINOTTI, Maria C. Dois erros de política econômica, *Valor Econômico*, São Paulo, 19 de maio de 2008.

ROMERO, Cristiano. Fundos soberanos são fundos fiscais. *Valor Econômico*, São Paulo, 24 de outubro de 2007a.

_____. Brasil ainda não pode se dar ao luxo de arriscar. *Valor Econômico*, São Paulo, 15 de outubro de 2007b.

SARTI, Fernando; LAPLANE, Mariano. Política de desenvolvimento produtivo, grau de investimento e fundo soberano: elementos para uma estratégia de investimento e desenvolvimento. *Boletim NEIT*, Número 11. Campinas: Núcleo de Economia Industrial e da Tecnologia/IE/Unicamp, p. 6-9, maio/junho de 2008. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/neit>.

SICSÚ, João; FERRARI Filho, Fernando (Orgs.) *Câmbio e controles de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Ed. Campus/Elsevier, 2006.

STIGLITZ, Joseph E. *Making natural resources into a blessing rather than a curse*. Columbia University, Covering Oil, 2005.

SUZIGAN, Wilson; FURTADO, João. A Institucionalidade da política industrial e tecnológica: problemas, desafios, propostas. Trabalho apresentado no *II Congresso Brasileiro de Inovação na Indústria*, organizado pela Confederação Nacional da Indústria, São Paulo, 23-25 de abril de 2007.

UN. *The 2007 Big Table*. Managing Africa’s natural resources for growth and poverty reduction. United Nations Economic Commission for Africa, African Development Bank, February 2007.

USDT. *Sovereign wealth funds*. U.S. Department of the Treasury, Office of International Affairs. Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies, Annex III, June 2007. Disponível em: http://www.treasury.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/2007_Appendix-3.pdf.

WOOLDRIDGE, Phillip D. The changing composition of official reserves, *BIS Quarterly Review*, September 2006, Basle, Bank for International Settlements. Disponível em: <http://www.bis.org>.