

SIMPÓSIO - Fundo de Riqueza Soberano

O “Fundo Soberano” é uma boa estratégia de política cambial?

*José Luis Oreiro**
*Luiz Fernando de Paula***

A violenta apreciação cambial observada nos últimos dois anos tem suscitado nos meios políticos e empresariais brasileiros a discussão de estratégias para interromper e reverter esse movimento da taxa de câmbio. Uma das propostas feitas recentemente – e que aparentemente está sendo pensada e desenvolvida por técnicos do Ministério da Fazenda – é a criação de um “Fundo Soberano” constituído de ativos denominados em moeda estrangeira e financiado com recursos do Tesouro Nacional¹. A criação desse fundo contribuiria no sentido de aumentar a demanda doméstica por moeda estrangeira – principalmente o dólar e o euro – aumentando assim o preço dessas moedas relativamente ao real, ou seja, promovendo uma depreciação da taxa nominal de câmbio.

Essa proposta tem sido duramente criticada por vários economistas². A base dessas críticas é que os “fundos soberanos” são, via de regra, criados por países que reúnem as seguintes condições: i) apresentam superávits na balança comercial devido à exportação de grandes quantidades de matérias-primas e insumos não-renováveis (por exemplo, o caso do Chile com a exportação de cobre); ii) o setor público opera com superávit operacional, ou seja, o governo não necessita emitir títulos públicos para financiar o pagamento de seus gastos correntes, incluindo aí os juros da dívida pública.

Nesse contexto, o “fundo soberano” atuaria como um mecanismo de “suavização intertemporal” do consumo doméstico, permitindo aos países proprietários dos mesmos manter um elevado nível de absorção doméstica (e de gasto governamental), mesmo após a

* Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná e Pesquisador Nível I do CNPq. Endereço eletrônico: joreiro@ufpr.br. Página pessoal: www.joseluisoreiro.ecn.br.

** Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro e Pesquisador Nível I do CNPq. E-mail: luizfpaula@terra.com.br. Página pessoal: <http://paginas.terra.com.br/educacao/luizfpaula/index.htm>.

¹ Em algumas versões da proposta do “fundo soberano”, os recursos para a constituição do mesmo viriam das reservas internacionais. Nesse caso, a criação do “fundo soberano” teria impacto zero sobre a demanda por moeda estrangeira – não afetando assim a taxa nominal de câmbio – mas reduziria o custo fiscal de carregamento das reservas internacionais a disposição do Tesouro Nacional. No que se segue iremos supor que os recursos do “fundo soberano” advêm do Tesouro Nacional, uma vez que entendemos que a razão de ser desse fundo é atuar no sentido de administrar a taxa de câmbio.

² Para uma crítica recente dessa proposta ver: Amadeo, E.J. (2007). “Muita Fumaça, Pouco Calor”. *Valor Econômico*, 28/11/2007, P.A15. Outras críticas podem ser encontradas em “Fundo Soberano do Chile advém do superávit fiscal”. *Jornal Estado de São Paulo*, 03/11/2007.

exaustão dos recursos naturais exportáveis que proporcionavam o saldo positivo na balança comercial. Como o saldo comercial brasileiro não depende criticamente da exportação de recursos naturais não-renováveis, dizem os críticos, não haveria motivo para a constituição de um “fundo soberano”.

Além do mais, o governo brasileiro apresenta déficit operacional, ou seja, ele emite títulos para pagar uma parte dos seus gastos (basicamente para o pagamento de uma parte dos juros que incidem sobre a sua dívida interna). Dessa forma, a compra de ativos no exterior implicaria na necessidade de emissão de uma quantidade maior de títulos por parte do Tesouro Nacional. Como a taxa de juros que remunera os títulos públicos (a Selic) é superior a rentabilidade média dos ativos denominados em moeda estrangeira, segue-se que a constituição do fundo soberano iria atuar no sentido de aumentar o déficit público, contribuindo assim para a manutenção da taxa de juros doméstica em níveis elevados.

Do nosso ponto de vista essas críticas não são pertinentes. Em primeiro lugar, entendemos que o argumento do custo fiscal do “fundo soberano” tende a se concentrar apenas nos custos da política de administração da taxa de câmbio, mas desconsidera os benefícios potenciais dessa mesma política sobre a economia brasileira. De fato, uma depreciação de 15 a 20% da taxa nominal de câmbio com respeito aos valores prevalecentes hoje em dia, atuaria no sentido de aumentar o ritmo de crescimento das exportações (principalmente de produtos manufaturados), contribuindo assim tanto para a sustentabilidade de longo-prazo do saldo em transações correntes (essencial para reduzir a fragilidade externa da economia brasileira) como para a manutenção de uma estrutura industrial diversificada, o que é essencial para um crescimento econômico robusto no longo-prazo. Nesse contexto, os benefícios sociais da depreciação do câmbio provavelmente superam o custo fiscal dessa estratégia.

Para termos uma idéia dos custos fiscais dessa estratégia, vamos proceder ao seguinte exemplo numérico. Suponhamos que o “fundo soberano” seja composto por títulos emitidos no exterior pelo BNDES, como parece ser a proposta em elaboração no Ministério da Fazenda. Atualmente, a TJLP é igual a 6,25% a.a. Suponhamos que os títulos emitidos pelo BNDES no exterior paguem essa taxa. Como a taxa Selic está atualmente em 11,25%, isso significa que o Tesouro irá arcar com uma diferença de 500 pontos base, pois estará tomando emprestado a 11,25% a.a. para comprar os ativos do fundo que irão render 6,25% a.a. para o Tesouro (estamos supondo aqui que o BNDES tem lucro igual a zero com suas operações de intermediação com base em recursos advindos do “fundo soberano”). Isso significa que cada

10 bilhões de dólares de acréscimo no valor dos ativos do “fundo soberano” irão custar 500 milhões de dólares ao ano para o Tesouro Nacional, ou cerca de 900 milhões de reais por ano. Consideremos agora que para efetuar uma desvalorização de 20% na taxa nominal de câmbio, o Tesouro tenha que comprar 80 bilhões de dólares em ativos do fundo soberano. O custo fiscal dessa operação seria de 4 bilhões de dólares, ou seja, cerca de 7,2 bilhões de reais por ano, ao valor atual da taxa de câmbio (R\$1,80 por dólar), ou de 8,4 bilhões de reais por ano, supondo uma taxa de câmbio de R\$2,10 ao final do processo. Embora seja um custo elevado, não é de forma alguma um custo proibitivo para o Tesouro, ainda mais tendo em vista os efeitos positivos da depreciação do câmbio já mencionados anteriormente.

Em segundo lugar, existem países que não reúnem todas as condições “requeridas” no cenário ideal para a constituição de um “fundo soberano”. O maior exemplo é a China. De fato, o governo chinês opera com déficit operacional e o saldo da sua balança comercial é gerado, fundamentalmente, pela exportação de manufaturados. Logo, como demonstra o caso Chinês, o “fundo soberano” pode ser usado não apenas como um mecanismo de “suavização intertemporal do consumo”, mas fundamentalmente como um instrumento de administração da taxa de câmbio.

Nesse contexto, sua principal vantagem com respeito à política tradicional de compra de reservas internacionais é que a rentabilidade esperada dos ativos que constituem o fundo é superior à rentabilidade dos ativos altamente líquidos que constituem as reservas internacionais pelos critérios usados pelo Fundo Monetário Internacional. Em outras palavras, trata-se de uma estratégia de administração da taxa de câmbio que proporciona um custo fiscal menor para os governos que adotam essa estratégia, nos cenários favoráveis em termos de evolução dos rendimentos e dos preços dos ativos que compõe o fundo.

Essa última observação é extremamente importante. Ao se avaliar a conveniência ou não da constituição de um “fundo soberano”, deve-se ter em mente que a rentabilidade esperada superior do mesmo relativamente às reservas internacionais é resultado do fato de que os ativos que constituem esse fundo são mais arriscados do que os ativos que fazem parte das reservas internacionais. Trata-se do velho dilema entre rentabilidade e liquidez. Caso ocorra uma crise financeira internacional ou uma retração significativa do ritmo de crescimento da economia mundial, os ativos que constituem o fundo soberano podem sofrer “perda de juros” ou até mesmo “perda de capital”. Nesse caso, o Tesouro terá uma perda significativa, a qual deverá ser repassada aos contribuintes na forma de impostos mais altos hoje ou no futuro.

Daqui se segue, portanto, que uma primeira observação crítica ao “fundo soberano” como instrumento de política cambial é que o mesmo é uma estratégia mais arriscada do ponto de vista fiscal do que a estratégia de acumulação de reservas internacionais. De fato, ambas as estratégias geram um custo fiscal para o Tesouro na medida em que a taxa de juros que remunera os títulos públicos supera a taxa de retorno dos ativos comprados quer para a constituição do fundo, quer para o aumento das reservas internacionais. Contudo, o custo fiscal no caso da estratégia de aumento de reservas é conhecido, já o custo fiscal no caso do “fundo soberano” é uma variável sujeita a incerteza Keynesiana ... Como ao se lidar com o dinheiro dos contribuintes, a prudência é uma virtude necessária; segue-se que uma melhor estratégia do ponto de vista do interesse público seria continuar (e ampliar) a política de compra de reservas internacionais.

No entanto, temos uma crítica mais fundamental a fazer. A apreciação cambial observada nos últimos meses resultou basicamente da entrada de capitais externos no Brasil, boa parte deles para aplicações em renda fixa, ou seja, para aproveitar o enorme diferencial entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional ajustada pelo prêmio de risco país. De fato, segundo dados do BCB, nos seis primeiros meses de 2007 a entrada líquida de recursos para aplicação em renda fixa foi de cerca de 18 bilhões de dólares³, ou seja, mais de 20% do valor estimado para o tamanho requerido do “fundo soberano”.

Nesse contexto, uma estratégia de administração da taxa de câmbio mais eficiente do ponto de vista fiscal seria a adoção de medidas que desestimulassem a entrada de capitais externos. Uma medida mais imediata seria a eliminação do diferencial de taxa de juros por intermédio da retomada imediata do ciclo de redução da Selic. Contudo, esta alternativa parece não estar disponível em função da ortodoxia ora reinante no Banco Central do Brasil.

Uma segunda alternativa seria a adoção de controles a entrada de capitais especulativos por intermédio, por exemplo, de um depósito compulsório não remunerado de 30%, pelo período de um ano, sobre todas as entradas de capitais na economia brasileira⁴. Essa medida atuaria no sentido de reduzir a atratividade das aplicações em fundos de renda fixa no Brasil, desestimulando assim a entrada de capitais especulativos e reduzindo a pressão

³ Ver BASILIO, J.P. (2007). “Política Monetária, Arbitragem de Juros e Câmbio”. *Boletim Economia & Tecnologia*, Ano 03, Vol. 10. Disponível em www.boletimdeconjuntura.ufpr.br.

⁴ Outras medidas de controles a entrada de capitais especulativos propostas pelos autores desse artigo podem ser vistas em OREIRO, J. L. C.; PAULA, L. F. R.; SILVA, G. J. C.. Fluxos e Controles de Capitais no Brasil. In: José Luís Oreiro; Luiz Fernando de Paula; João Sicsú. (Org.). *Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. São Paulo: Manole, 2003, v. 1, p. 65-115.

baixista sobre a taxa de câmbio. Essa medida tem a vantagem de ter custo fiscal zero para o Tesouro Nacional. Dessa forma, nos parece mais benéfico do ponto de vista do interesse público a combinação de uma política de controle a entrada de capitais com a manutenção e ampliação da política atual de compra de reservas internacionais por parte do BCB do que a adoção de um “fundo soberano”. Do nosso ponto de vista, trata-se de uma alternativa mais barata e menos arriscada para a administração da taxa de câmbio.

