



Estudo Técnico n.º  
13/08

**FUNDO SOBERANO DO BRASIL**

**FUNDO FISCAL DE INVESTIMENTO E  
ESTABILIZAÇÃO**

**(PL 3.674/08)**

**Núcleo de Assuntos Econômico-Fiscais**

***Flávio Leitão Tavares***  
***José Fernando Cosentino Tavares***  
***Márcia Rodrigues Moura***

5/Novembro/2008

Endereços na Internet: <http://www2.camara.gov.br/conheca/estruturaadm/conof> e  
<http://www2.camara.gov.br/orcamentobrasil>

E-mail: [conof@camara.gov.br](mailto:conof@camara.gov.br)

Todos os direitos reservados. Este trabalho poderá ser reproduzido ou transmitido na íntegra, desde que citados os autores e a Consultoria de Orçamento da Câmara dos Deputados. São vedadas a venda, a reprodução parcial e a tradução, sem autorização prévia por escrito da Câmara dos Deputados. Este trabalho é de inteira responsabilidade de seus autores, não representando necessariamente a opinião da Câmara dos Deputados.



## SUMÁRIO

FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA. ANTECEDENTES .....	2
O FUNDO SOBERANO DO BRASIL. FUNDAMENTOS E PROJETO DE LEI.....	6
O FUNDO SOBERANO DO BRASIL. AVALIAÇÃO CRÍTICA .....	10
CENÁRIO E RECOMENDAÇÕES .....	17

### FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA. ANTECEDENTES

1. **Os Fundos Soberanos.** SWF, na sigla em inglês, são fundos especiais de investimento estatais (por isso, denominados “soberanos”) constituídos de ativos em moedas fortes<sup>1</sup>. Existem hoje aproximadamente 40 desses fundos; eles se multiplicaram nos últimos anos, e 20 foram instituídos depois de 2000. Muitos deles são de países emergentes.

2. Alguns, do Oriente Médio e da Ásia, são relativamente antigos (os do Coveite, Abu-Dabi e Cingapura), outros novos, mas já importantes (China, iniciado em setembro de 2007 com US\$ 200 bilhões<sup>2</sup>). As estimativas variam e são de que os fundos soberanos tenham hoje patrimônio entre US\$ 2,5 trilhões e US\$ 3,7 trilhões – aproximadamente 60% do total das reservas internacionais dos países emergentes. Mantido o ritmo de crescimento nos próximos anos, analistas avaliavam entre US\$ 7 trilhões e US\$ 11 trilhões o volume de recursos que esses fundos deverão movimentar daqui a 5 anos,<sup>3</sup> superando as reservas mundiais em moeda estrangeira.

3. Fundos soberanos existem para buscar mundialmente para seus ativos melhor rentabilidade que as obtidas pelas reservas oficiais dos respectivos países.<sup>4</sup> Apesar disso, são

---

<sup>1</sup> Por não haver uma definição unanimemente aceita de fundo soberano, valores e características apontadas para eles variam segundo o analista.

<sup>2</sup> *China Investment Corporation*. Existe ainda a administração chinesa das reservas propriamente dita que, segundo especialistas, aplica mais de US\$ 300 bilhões em ativos em que um típico banco central não aplicaria.

<sup>3</sup> Estimativa em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/POL03408A.htm>, do Fundo Monetário Internacional.

<sup>4</sup> A distinção entre fundos soberanos e reservas oficiais, segundo o manual de balanço de pagamentos do FMI, é que reservas são “ativos externos que estão imediatamente disponíveis para, sob o controle das autoridades monetárias, financiar diretamente os desequilíbrios do balanço de pagamentos; regular indiretamente o tamanho desses desequilíbrios mediante a intervenção em mercados de moeda estrangeira; influenciar a taxa de câmbio; e outros fins”. Para determinar se

muitas vezes administrados pelos respectivos bancos centrais. Estão aplicados a médio e longo prazo no exterior, com *portfolio* mais diversificado e de maior risco (participações societárias, por exemplo).

4. **Tipos e Finalidade dos Fundos Soberanos.** Esses fundos são heterogêneos e operados em função de diversas estratégias<sup>5,6</sup>: (a) de estabilização, para proteger o orçamento e a economia de flutuações de preços de *commodities*, principalmente o petróleo; (b) de poupança, que permitem transferir para gerações futuras as receitas derivadas da exploração de recursos naturais não renováveis; (c) de aposentadoria e pensão, para aplicar contribuições do governo no mercado internacional de capitais e atender a passivos previdenciários contingentes. Os fundos soberanos mais antigos *grosso modo* enquadram-se nessas três primeiras categorias; (d) de aplicação alternativa de moeda estrangeira, puramente visando a rentabilidade; e (e) de desenvolvimento, para financiar projetos ou políticas industriais.

5. Muitos países intervêm no mercado cambial com a finalidade de evitar a apreciação das moedas nacionais e detém reservas muito acima do que deveriam se apenas pretendessem evitar oscilações abruptas da taxa de câmbio.<sup>7</sup> Compram e aplicam moeda estrangeira, quando persistem e se acumulam sucessivos superávits nos balanços de pagamento, caso de países

---

ativos desses fundos podem ser considerados reservas internacionais é necessário examinar sua liquidez e negociabilidade, dentre outros aspectos.

<sup>5</sup> Esta classificação é baseada em trabalhos do FMI. Ver, por exemplo, *Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda*, em <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>.

<sup>6</sup> Os objetivos podem ser múltiplos, sobrepostos ou mudar com o tempo. Por exemplo, quando as reservas acumuladas excedem o necessário para promover estabilização, tornam-se fundos de poupança. Ao mesmo tempo, muda a estratégia do fundo, pois se a finalidade for estabilização, a ênfase é na liquidez e no menor risco; se a finalidade for poupança, procura-se a rentabilidade em prazo mais longo.

<sup>7</sup> A China, para acumular divisas, mantém relação fixa entre o yuan e o dólar, e esse sistema econômico tem sido comparado ao mercantilismo, que foi adotado pelos mais importantes países inseridos no comércio internacional do século 16 ao século 18. O mercantilismo defende a noção de que poder e riqueza derivam dos superávits na balança comercial, para fazer ingressar metais preciosos e moeda estrangeira no país. Depois da revolução industrial, a indústria doméstica tornou-se a base da riqueza nacional e o mercantilismo tomou a forma de políticas de promoção de exportações e restrição de importações, para expandir ou proteger seu setor manufatureiro.

asiáticos com pauta diversificada de exportações e entradas crescentes de investimentos estrangeiros.<sup>8</sup> Os fundos soberanos de riqueza atenuam os efeitos da *doença holandesa*.<sup>9</sup>

6. Os elementos citados anteriormente esclarecem em parte as razões pelas quais o governo brasileiro decidiu propor a criação de um fundo soberano. Outra razão é que são considerados instrumentos das economias emergentes para firmar sua importância no sistema financeiro global, sobretudo depois que tais fundos se destacaram no resgate dos primeiros bancos americanos vitimados pela bolha imobiliária.<sup>10</sup>

7. **Exame de casos.** Os fundos chilenos datam de 2006, criados na lei de responsabilidade fiscal, com os propósitos de estabilização econômica e social e reserva previdenciária. Sucederam o fundo de compensação das receitas do cobre. A finalidade desses fundos é o de suavizar a curva das despesas, apartando o excesso de superávit para ser usado em períodos de piora nas relações de troca do minério. O mais importante, o fundo de estabilização econômica e social, recebeu depósito inicial de US\$ 6 bilhões e daí em diante lhe será destinado todo o superávit fiscal nominal que exceder a meta de 1% do PIB. Ambos até agora são geridos pelo banco central e inteiramente aplicados em títulos estrangeiros.

8. A Rússia, que há quatro anos instituiu um fundo de estabilização para administrar o resultado da exploração do petróleo, em fevereiro de 2008 destacou US\$ 32 bilhões para seu fundo nacional soberano e deixou outros US\$ 130 bilhões em um fundo de reserva mais bem comportado.

---

<sup>8</sup> Não existe consenso quanto ao nível ideal de reservas oficiais e os bancos centrais não divulgam conclusões a esse respeito. Todavia, o seu acúmulo tem levado países a instituir, ou pensar em instituir, fundos soberanos, ainda porque a manutenção de reservas em volumes elevados não é tão necessária sob regimes de metas de inflação e de câmbio flutuante.

<sup>9</sup> Na Holanda, entre os anos 70 e 80, o aumento do preço internacional do gás fez disparar as receitas com suas exportação, apreciando o florim, moeda da época, e derrubando a produção dos demais bens batavos. A expressão “doença holandesa” designa então a associação entre o vigoroso influxo de capitais externos, principalmente pela exportação de recursos naturais, e a apreciação da moeda local, tornando a indústria interna menos competitiva com relação às importações, chegando ao ponto de promover processo de desindustrialização.

<sup>10</sup> Aplicaram cerca de US\$ 55 bilhões desde o último trimestre de 2007 em instituições norte-americanas e européias, sendo mais de US\$ 35 bilhões nas norte-americanas Citigroup, Morgan Stanley e Merrill Lynch, que beiravam o colapso no após-crise. Se por um lado tiveram papel estabilizador de destaque ao realizar as aplicações, por outro perderam dinheiro.



9. Outro Bric, a Índia, cogita de criar seu fundo soberano com a perspectiva adicional de garantir fontes de energia. O fundo compraria parte das reservas do banco central e emprestaria a empresas indianas, incluindo as que exploram minas de carvão e blocos de petróleo e gás no exterior. A Índia mais que dobrou suas reservas em 2 anos, para US\$ 290 bilhões no final de setembro de 2008. Analistas internacionais consideram parecidos os casos de Brasil e Índia, ainda que a dependência de fontes externas de energia não seja nosso problema. Ambos acumularam reservas rapidamente e ostentavam volumosas entradas de capitais, embora tenham déficit fiscal e em transações correntes no balanço de pagamentos.

10. O fundo norueguês tem representado papel exemplar para o mundo<sup>11</sup> e para as autoridades econômicas brasileiras, e serviu de inspiração (setembro de 2005) para o Timor Leste na concessão da exploração do petróleo do Mar do Timor. O *Government Pension Fund-Global (GPF-G)* da Noruega tem patrimônio de pouco mais de US\$ 370 bilhões (dado de dezembro de 2007), quase igual ao PIB do país, e é o que mais vinha crescendo. Seus aspectos modelares, que *mutatis mutandis* poderiam ser reproduzidos nas normas de um fundo soberano brasileiro, são os seguintes: (a) poupa e transfere recursos entre gerações, e atende ao fato de que a população do país envelhece, voltando-se para o financiamento da seguridade social; (b) como instrumento de política fiscal, impõe limites a despesas públicas, pois diretriz de 2001 limita o déficit estrutural do orçamento do governo central (excluídas as receitas de petróleo) a 4% do patrimônio do fundo, percentagem que por sua vez é seu retorno esperado no longo prazo; (c) o *GPF-G* é parte integrante do orçamento, e o uso dos recursos líquidos do fundo é decidido no processo orçamentário; (d) a estratégia de inversões é clara, e o banco central, que o administra, publica dados sobre seu desempenho e a lista das aplicações; e (e) seus ativos são externos, propiciando diversificação (7.000 empresas no mundo todo) e boa rentabilidade (4,3% a.a. na década passada), além de dissociar a economia das oscilações do mercado petrolífero.

11. **Fundos Soberanos: Dimensão Global.** Países ricos e analistas do mercado preocupam-se com esses fundos sob diversos aspectos: (a) como contemplá-los nas formulações nacionais de política econômica; (b) em que medida seus investimentos afetarão os países hospedeiros, principalmente se seus mercados de capitais forem (ainda) incipientes ou (momentaneamente)

---

<sup>11</sup> Ver em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/POL070908A.htm> material sobre o fundo petrolífero norueguês.

frágeis; (c) sua falta de transparência (por exemplo, quanto a tamanho e estratégias de investimento, considerando ainda eventuais objetivos políticos que possam ter *vis a vis* questões de segurança nacional); e (d) o avanço estatal indesejável nos mercados financeiros internacionais. Do lado oposto, a maior parte dos países emergentes que administram tais fundos queixa-se de restrições ao livre fluxo de capitais e do protecionismo financeiro.

12. No plano internacional, esses fundos realocam globalmente os excedentes e injetam liquidez nos mercados financeiros. Por isso o temor que despertavam diminuiu com a crise. Porém, parte desses fundos reorientou mais recentemente suas estratégias, passando a investir nos respectivos mercados internos, dados os riscos do cenário financeiro atual (ver mais sobre este novo aspecto adiante).

13. É provável que novas regras afetem em breve o funcionamento desses fundos. Desde outubro de 2007 estive na pauta de um grupo de trabalho internacional sob a coordenação do FMI, em conjunto com a OCDE e o Banco Mundial, acompanhar suas operações e estabelecer as melhores práticas para esses investidores institucionais, aprimorando, em especial, a troca de informações. Resultados dos estudos eram esperados para outubro de 2008 e se consubstanciaram na forma dos *Princípios de Santiago*.<sup>12</sup>

## **O FUNDO SOBERANO DO BRASIL.<sup>13</sup> FUNDAMENTOS E PROJETO DE LEI**

14. **O Projeto Brasileiro**<sup>14</sup>. O FSB seria a solução para os problemas brasileiros que resultaram da acumulação excessiva de reservas internacionais<sup>15</sup>, com efeitos danosos sobre a taxa de câmbio e a competitividade internacional dos produtos brasileiros, principalmente após sucessivos superávits na balança comercial, ingresso significativo de capitais estrangeiros nos últimos 4 anos e redução dos passivos em moeda estrangeira. Não obstante a intervenção do Banco Central, o processo de valorização cambial que teve início em 2003 levou o dólar a R\$ 1,56 em 1º de agosto de 2008.

---

<sup>12</sup> Ver em <http://www.iwg-swf.org/pubs/santiagoprinciples.pdf>.

<sup>13</sup> Uma leitura valiosa em [http://www.rgemonitor.com/latam-monitor/author\\_name/rziemba/](http://www.rgemonitor.com/latam-monitor/author_name/rziemba/) foi de *Why Does Brazil Want a Sovereign Wealth Fund?*.

<sup>14</sup> Ver PL 3.674/08 em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Projetos/PL/2008/msg466-080703.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Projetos/PL/2008/msg466-080703.htm). Sua tramitação na Câmara está em <http://intranet2.camara.gov.br/internet/proposicoes>.

<sup>15</sup> As reservas internacionais brasileiras evoluíram de US\$ 52 bilhões em média, em 2003-2005, para US\$ 85,8 bilhões em 2006, US\$ 180,3 bilhões em 2007 (todos em fim de período), e US\$ 200,8 em fim de junho de 2008.



15. A Exposição de Motivos do PL 3.674/08 aponta as vantagens que o governo vislumbra, com a criação de um fundo soberano de riqueza: “(i) possibilidade de diversificar as aplicações do país em ativos em moeda estrangeira no exterior; (ii) obtenção de maiores rendimentos nas aplicações de recursos em moeda estrangeira; (iii) estabilização de receitas fiscais; (iv) mitigação dos efeitos de eventuais excessos de divisas sobre a taxa de câmbio, a dívida pública e a inflação; e (v) maior transparência na gestão das reservas internacionais”.

16. Há algum tempo o Ministério da Fazenda anunciava que o capital inicial do FSB seria o excesso de superávit primário de 2008, de ½ por cento do PIB, ou R\$ 14,2 bilhões a mais.<sup>16</sup> O FSB poderia ser um poderoso instrumento financeiro de governo, capaz de acumular com o Pré-sal, no cenário de antes da crise, US\$ 300 bilhões até 2013, na avaliação de nossas autoridades da área econômica.<sup>17</sup> Nesse tempo o FSB teria assumido características típicas de um fundo de *commodities*.

17. O projeto de lei de criação do FSB cobre num texto sucinto e pouco claro um vasto espectro de propósitos, fontes de recursos e alternativas de aplicações nos mercados financeiro interno e externo.<sup>18</sup> Sob tal formato, pode abarcar total ou parcialmente o fundo petrolífero.

18. **Finalidades do FSB e do Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização (FFIE).** O substitutivo aprovado na Câmara, tal como o PL (art. 1º), diz que o fundo deverá promover investimentos em ativos, tanto no Brasil como no exterior; formar poupança pública; mitigar

---

<sup>16</sup> Em 30 de julho foi editado o Decreto 6.519, que descontingenciou R\$ 15,4 bilhões, dos quais R\$ 14,2 bilhões destinados ao Fundo Soberano do Brasil. Como a despesa com o FSB no Decreto será primária, a meta de superávit está formalmente mantida. Ver, a propósito, em <http://intranet2.camara.gov.br/internet/orcamentobrasil/orcamentouniao/estudos/2008>, a Nota Técnica 12/2008, da Consultoria de Orçamento. O Decreto 6.589, de outubro, manteve essa programação. Mais recentemente, para viabilizar o aproveitamento dos recursos postos de lado neste exercício, foi encaminhado ao Congresso o PLN 53/08 para abertura de crédito especial com dotações para a integralização de cotas do FFIE (ver adiante no parágrafo 18).

<sup>17</sup> Ver em <http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastros/noticias/2008/6/10/fundo-soberano-pode-ter-us-300-bi-em-cinco-anos>. Acesso em 22/10/08.

<sup>18</sup> O FSB será fundo especial, de natureza contábil e financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda. Sua criação por lei (“prévia autorização legislativa”) é exigida no art. 167, IX, da Constituição. Deverá integrar o orçamento fiscal, por se tratar de fundo pertencente à União, conforme o art. 165, § 5º da Carta.



os efeitos dos ciclos econômicos; e fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior. O mesmo cabe a fundo (FFIE, art. 6º, § 3º do projeto de lei) administrado por instituição financeira oficial cujas cotas serão integralizadas pelo FSB.<sup>19</sup>

19. Segundo a proposição, o FSB poderá manter seus recursos depositados na conta única do Tesouro no Banco Central (art 4º, § 1º), comprar ativos financeiros externos e ativos não financeiros internos e externos (como debêntures ou ações de empresas brasileiras no exterior, se forem estratégicas) por meio do FFIE (art. 2º, *caput*, II e art. 7º, *caput* e § 1º) e comprar diretamente qualquer ativo financeiro externo (art. 2º, inciso I) mediante: (a) emissão de títulos da dívida pública, inclusive no mercado internacional (art. 4º, § 2º); e (b) aplicação em depósitos especiais remunerados em instituição financeira federal que tenha agência ou subsidiária no exterior (art. 2º, I, “a”).

20. **Recursos do FSB.** O FSB contará com fontes primárias e financeiras para sua formação, orçamentárias e extraorçamentárias. Seus recursos proverão principalmente de dotações orçamentárias (art. 4º, I), inclusive da emissão de títulos da dívida pública, e ações de sociedades de economia mista federal excedentes ao necessário para que a União preserve seu controle do capital. As fontes financeiras do FSB (emissão de títulos e seus rendimentos) não poderão ser usadas para integralizar cotas do FFIE (art. 4º, § 2º), pois isso corresponderia a endividamento público para financiar empreendimentos privados.

21. **Rentabilidade do FSB.** O FSB pode adquirir por qualquer meio ativos financeiros externos que lhe garantam a rentabilidade mínima, e o FFIE, do qual será o único cotista, pode adquirir ativos internos sem rentabilidade preestabelecida, a ser definida em estatuto (art. 8º) pelo Ministério da Fazenda (o BNDES, candidato a operar o FFIE, paga ao Fundo de Amparo ao Trabalhador a TJLP, a taxa de juros de longo prazo, hoje de 6,25% a.a.). A rentabilidade mínima das aplicações diretas em ativos financeiros externos será equivalente à *Libor* de seis meses (art. 2º, § 3º), nesta data em torno de 3% a.a.. Essa taxa normalmente supera as dos títulos do tesouro americano, hoje em pouco mais de 1%. Em todos os casos ficam abaixo da Selic, de 13,75% a.a., que deveria ser referência para se determinar o subsídio implícito nas operações dos fundos.

22. **Regulamentação dos Fundos.** O art. 3º estabelece que o FSB será regulamentado por decreto, deixando para o Executivo, a partir da aprovação do PL, fixar normas de

---

<sup>19</sup> Ver <http://www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/2008/julho/p020708.pdf>.



funcionamento do fundo, em especial: (a) diretrizes de aplicação dos recursos, incluindo rentabilidade e de risco; (b) regras de gestão; (c) regras de supervisão prudencial, respeitadas as melhores práticas internacionais; e (d) condições e requisitos para a integralização de cotas da União no FFIE.

23. O art. 6º prevê a instituição do Conselho Deliberativo do FSB pelo Poder Executivo, cujos integrantes foram identificados no substitutivo (Ministros da Fazenda e do Planejamento e presidente do Banco Central), que disporá sobre estrutura e competências do fundo. Esse Conselho, observado o que lei já tiver regulado sobre a matéria, aprovará a forma, o prazo e a natureza dos investimentos e inversões do FSB. O Conselho poderá ainda decidir que a União contrate instituições financeiras federais para atuar como agentes operadores (art. 6º, § 2º). O Banco Central não é instituição financeira oficial e não poderá operá-lo.

24. O estatuto do FFIE deverá ser aprovado pelo cotista, por intermédio do Ministério da Fazenda (art. 8º do substitutivo), que definirá “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”.

25. Quanto à prestação de contas do FSB, diz o novo art. 9º que suas demonstrações contábeis e resultados das aplicações serão elaborados e apurados semestralmente, e que (art. 10) o Ministério da Fazenda encaminhará ao Congresso, trimestralmente, relatórios de desempenho.

26. **Atuação Anti-cíclica.** O substitutivo da Câmara preencheu lacuna importante no projeto. Na redação do art. 2º do PL original pensou-se apenas em como aplicar os recursos, não como gastar os valores acumulados. Uma promessa da EM que não encontrava respaldo nos dispositivos do PL era a transferência de recursos do FSB para o orçamento para: (a) a estabilização de receitas fiscais no longo prazo; e (b) o aumento de despesas em períodos de desaquecimento, pois não estava previsto mecanismo de resgate das cotas do fundo. Pela mesma razão, a amortização futura da dívida pública com os recursos do fundo só poderia ocorrer indiretamente, mediante o aumento do saldo na conta única do Tesouro no Banco Central. O novo art. 5º prevê resgates do FSB para cumprir esse objetivo, que atenderão ao disposto no orçamento, e ainda que o Conselho Deliberativo do fundo demonstrará em parecer que o resgate é pertinente. Ao mesmo tempo, determinou que os resgates sejam despendidos com investimento, embora se saiba que esta exigência pode ser contornada com a troca de fontes.

## O FUNDO SOBERANO DO BRASIL. AVALIAÇÃO CRÍTICA

27. Algumas diferenças do projeto brasileiro em relação a outros fundos soberanos foram destacadas por analistas e críticos do projeto: (a) os outros investem em títulos públicos e privados ou em ações de empresas estrangeiras e diversificam os riscos. Caso se confirmem, empréstimos a empresas multinacionais brasileiras e aplicação em debêntures emitidas pela instituição financeira oficial brasileira, concentrarão o risco no risco Brasil. Esta é uma especialização que pouco já se experimentou, mas que agora toma corpo para proteção dos ativos nacionais; (b) o FSB, de início, dependerá de superávit primário, ou de receitas públicas federais, e não de superávit nominal, nem de receitas de exportação de *commodity* que caracterizem fonte permanente de recursos; (c) o aumento das reservas brasileiras deve-se em parte a entrada de capitais (empréstimos, principalmente) que poderão adiante fazer o caminho de volta, e não de superávits em conta corrente. A criação do FSB foi questionada como opção de política macroeconômica: reservas elevadas não significam “riqueza soberana”, se não forem resultado de preços elevados de *commodities* de propriedade do governo, nem de saldo positivo sustentável em transações corrente. Pelo contrário, o Brasil ostenta déficit corrente de mais de 1,6% do PIB (12 meses encerrados em setembro de 2008), depois de 5 anos consecutivos de superávit; e (d) o caráter desenvolvimentista do fundo pode dar margem ao uso político ou fiscalmente irresponsável desses recursos.

28. **Prestação de Contas.** A prestação de contas será feita nos moldes que dispuser o regulamento do FSB (decreto). Esse aspecto deveria ser tratado com mais profundidade na lei, dando importância ao controle parlamentar. As contas deveriam ser prestadas, no Congresso, em audiência conjunta perante todas as Comissões interessadas do Senado e da Câmara. No Chile, as autoridades publicam relatórios mensais, abrangendo o tamanho e a composição dos seus fundos soberanos, e trimestralmente relatórios de desempenho. Outros fundos soberanos no mundo dão mais transparência a suas operações do que se pretende dar no Brasil. Um argumento usado para a criação do fundo soberano brasileiro foi exatamente a alegada vantagem de maior clareza com relação a dada à aplicação de nossas reservas. Maior transparência não depende da criação do fundo, mas da prestação de contas de forma mais precisa, e existem meios para comprometer o Banco Central com informações melhores que os demonstrativos que hoje produz.

29. **Prerrogativas do Congresso.** A aplicação dos recursos do FSB ficará fora da priorização pelo Congresso, se o PL for aprovado como consta do substitutivo da Câmara. Será mais uma

forma de se restringir a atuação do Congresso no campo orçamentário, a exemplo do que acontece com o Projeto Piloto de Investimento – PPI. Orçamentariamente, o FSB será semelhante a muitos fundos de inversões, em particular fundos constitucionais geridos por bancos oficiais de fomento regionais, e à parcela do PIS/Pasep aplicada compulsoriamente pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador no BNDES. No máximo o Congresso estabelece na LDO a política de aplicações desses bancos. Na falta de um debate prévio com maior participação do Parlamento, o fundo soberano corre o risco de produzir políticas públicas desastrosas por intermédio de mais um orçamento paralelo.

30. **Política Econômica.** As operações do fundo soberano devem se harmonizar com o conjunto de medidas de política macroeconômica. Não devem ir na contramão da política fiscal nem conflitar com as intervenções do Banco Central para fins de política monetária e cambial. A EM faz menção à solidez dos fundamentos econômico-fiscais do País. Refere-se à posição do País de credor líquido internacional e de grau de investimento, em lugar de superavitário em transações correntes; e cita como fatores positivos a redução da dívida líquida do setor público e superávits primários sólidos, em lugar de superávit nominal.

31. **Fontes de Recursos.** As fontes de recursos para compor o fundo, como visto, são diversificadas e, com exceção das dotações primárias do orçamento, teoricamente ilimitadas. Ponto fraco do projeto de lei, que o substitutivo não corrigiu, é o de não lherem vinculadas fontes primárias específicas de recursos, levando o FSB a disputar a cada exercício financeiro dotações orçamentárias com outras políticas públicas, independentemente da fase do ciclo econômico (ver mais sobre o assunto nos itens 36 e 39). Alguma vinculação de caráter permanente poderia ser estabelecida tendo por base o excedente fiscal, o que está implícito, para 2009, no texto da proposta de orçamento.<sup>20</sup> Contrariamente, tem sido levantado o argumento de que a persistência em alimentar o fundo com o superávit primário poderia somar mais um fator para a resistência à queda da carga tributária.

32. O FSB nasce como um fundo de estabilização fiscal. Como há uma perspectiva de grande aumento de receitas tributárias este ano em consequência do crescimento econômico, que

---

<sup>20</sup> O PL 31/08 autoriza o Executivo a abrir créditos suplementares para dotações consignadas às ações do Fundo Soberano do Brasil, até o valor de R\$ 15.567 milhões, sendo, fonte para despesas primárias discricionárias o excesso de arrecadação de receitas do Tesouro Nacional e o superávit financeiro da União apurado no exercício de 2008 e, para despesas financeiras, a emissão de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional, e também o superávit financeiro.



pode não se repetir com o mesmo vigor, o governo optou por estabelecer e anunciar uma meta adicional para a criação do fundo apenas em 2008.

33. **Mais sobre a Questão Fiscal.** Não fosse pela questão fiscal, a recomendação seria a de o governo investir mais e melhor, em lugar de aumentar a meta de superávit primário. O retorno social do investimento público na Brasil é superior ao de aplicações no exterior. A formação bruta de capital fixo no Brasil representa cerca de 17% do PIB, comparados com pouco mais de 20% da Rússia, mais de 30% da Índia e mais de 40% da China. De outro lado, a poupança pública permite que o investimento privado se amplie, compensatoriamente.

34. **Aumento da Meta de Superávit Primário.** A questão fiscal mereceu atenção desde o primeiro anúncio do FSB e o aporte ao fundo, visto como aumento da meta primária, foi aplaudido. Com o aumento da meta em 2008, estará inibindo maiores despesas pelo setor público, apesar das excelentes receitas. A ampliação de algumas despesas federais tem caráter permanente, enquanto o excesso de arrecadação pode ser transitório.

35. O financiamento do FSB, em 2008, com o excesso de superávit primário em relação à meta, tem o propósito de reduzir a demanda agregada e solidarizar a política fiscal com a monetária no combate à inflação. Havendo maior aperto fiscal, a taxa básica de juros poderia aumentar menos e recomeçar a cair mais cedo e mais rápido, com menor risco de reacender pressões inflacionárias. Taxas reais de juros mais baixas atenuariam o influxo de moeda estrangeira que busca maior rentabilidade, implicariam em menor custo fiscal, tanto do pagamento dos juros, quanto ao de manutenção de reservas, e contribuiriam para que o real se desvalorizasse, que eram objetivos do governo antes do recrudescimento da crise internacional.

36. A meta fiscal continua inalterada na lei de diretrizes orçamentárias de 2008. A instituição do FSB modificaria a política fiscal sem alterar a LDO. Para que o fundo seja capitalizado em 2008, haverá redução na programação das despesas do orçamento e aumento da arrecadação (para o qual, coincidentemente, contribui a distribuição extremamente elevada de dividendos pelo BNDES). A previsão de excelente arrecadação tributária neste exercício se mantém apesar dos sinais de desaquecimento da economia.

37. Em 2009, é mais provável que o quadro fiscal se deteriore. Do lado das despesas, haverá aumento das de natureza obrigatória, com salários mais altos para os servidores e o reajuste do salário mínimo novamente acima da inflação, e mais despesas poderão ser incluídas no orçamento a título de rede de proteção social. Do lado das receitas, além de medidas

tributárias compensatórias que possam ser adotadas para incentivar o setor privado, será inevitável a perda decorrente da queda da atividade econômica. Assim, não se repetiriam as condições para a capitalização do fundo por intermédio do orçamento.

38. A perspectiva de maior esforço fiscal vem sendo debatida desde 2005, quando se cogitou de déficit nominal zero como meta do governo. Não foi adotado. Diz-se que o país tem superávit primário, mas não tem superávit fiscal, e tecnicamente que não caberia direcionar excedente deste último para as finalidades do fundo. O argumento tem valor quando se compara o custo da dívida pública e a rentabilidade em potencial do fundo. Com a taxa básica de juros de 13,75% ao ano, seria mais racional usar o superávit primário para amortizar a dívida e alcançar equilíbrio nominal, do que criar o FSB.

39. O argumento perde valor quando se pergunta por que não definimos como meta o déficit fiscal zero. A resposta é que há outras prioridades de despesa cujo custo de oportunidade é mais alto que a taxa básica de juros, incluindo com a manutenção das reservas (redução de vulnerabilidade a crises e queda no risco país e do custo de captação de empresas privadas e fortalecimento do dólar, como ganhos).

40. **Custo de Manutenção de Reservas pelo Banco Central.** Um dos objetivos do FSB, e eventualmente o que justificaria sua instituição, é diversificar, com melhor rentabilidade, a aplicação da moeda estrangeira que o governo era obrigado a adquirir. Até a MP 435/08 os custos dessa intervenção no mercado cambial se refletiam exclusivamente no resultado do Banco Central, ainda que fossem ressarcidos pelo Tesouro Nacional.

41. Destaca-se freqüentemente o custo fiscal elevado da manutenção de reservas. Como o governo não tem superávit nominal, ele se endivida para obter moeda estrangeira. Se o fundo usar sua autorização para tomar emprestado internamente em reais, sua rentabilidade teria que ser muito alta para compensar a taxa básica de juros e (menos provável doravante) a apreciação do real.

42. Atendendo a determinação da LRF<sup>21</sup>, o Banco Central calcula o custo de manutenção das reservas internacionais do País. A metodologia atribui o custo à diferença entre a taxa de

---

<sup>21</sup> Art. 7º, § 3º: O resultado do Banco Central do Brasil, apurado após a constituição ou reversão de reservas, constitui receita do Tesouro Nacional, e será transferido até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços semestrais:.. § 3º Os balanços trimestrais do Banco Central do Brasil conterão notas explicativas sobre os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro

rentabilidade das reservas e a taxa média de captação apurada pelo Banco.<sup>22</sup> Não obstante as taxas de captação pequenas (cerca de 2% a.t. ou 8,2% a.a.), o custo de manutenção das reservas, em 2007, foi de R\$ 43 bilhões.

43. Contudo, pode-se admitir, na margem, que o custo é significativamente maior. Para adquirir dólares no mercado interno, o Banco Central realiza operações de mercado aberto. As operações são garantidas por títulos do Tesouro da carteira do Banco e pagam taxas, acordadas nos contratos de recompra dos títulos, bastante próximas da Selic<sup>23</sup>. No ano de 2007, a taxa básica da economia variou de 13,2% a.a. para 11,2% a.a., entre janeiro e dezembro. Essas taxas são bem superiores à de 8,2% a.a., de captação, adotada na metodologia do Banco Central.

44. **MP 435/08.** Pouco antes da crise, com a perspectiva de o dólar continuar barato e do acúmulo crescente de reservas, diante do dano que se produziria nas contas do Banco Central, foi editada a MP 435/08, de 28/6, determinando que o custo de manutenção das reservas internacionais em dólares passaria a ser registrado nas contas de Tesouro. A mudança foi apenas contábil para o setor público federal consolidado. A MP acrescentou, em particular, ao rol de autorizações existentes para a emissão de títulos pelo Tesouro a de cedê-los, sem contrapartida financeira, ao Banco Central, para que este possa realizar operações de mercado aberto. Verificava-se insuficiência de títulos do Tesouro Nacional, em quantidade e características, na carteira do Banco Central, para a realização dessas operações, que visavam, em última análise, o enxugamento da liquidez resultante, em boa parte, da aquisição de dólares pelo Banco no mercado. Esse assunto é crucial no debate que se vem desenrolando sobre a estratégia cambial brasileira. No contexto de alta do dólar, a situação se inverte e o Banco Central passa a pagar Selic para evitar perda abrupta de reservas e o impacto do câmbio na taxa de inflação. Se não pretendesse segurar a cotação da moeda estrangeira, ganharia na troca de ativos, vendendo títulos estrangeiros de rentabilidade decrescente e resgatando títulos do Tesouro em poder do público. Passados três meses da edição da MP, a

---

Nacional e da manutenção das reservas cambiais e a rentabilidade de sua carteira de títulos, destacando os de emissão da União.

<sup>22</sup> Ver <http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be200806/Junho2008.pdf>.

<sup>23</sup> Por meio das operações compromissadas, o Banco Central atua para que a taxa básica da economia seja aquela fixada como meta para a Selic.

urgência que determinou sua publicação, excesso de liquidez decorrente da compra de dólares, deixou de existir.

45. **Política Cambial.** Foi descartada há tempo a idéia inicial de se vender parte das reservas oficiais para o fundo, ficando daí limitado a compras no mercado financeiro. As reservas se manteriam nos US\$ 203 bilhões de hoje<sup>24</sup> e variações posteriores, enquanto o fundo não operasse no mercado cambial. Nesse mercado, as compras pelo FSB, quando tiverem início, deverão ser feitas gradualmente, de forma a não causar instabilidade nas taxas. Eventualmente, o volume de reservas pode ser excessivo para a mera estabilização da moeda e precaução contra oscilações bruscas do câmbio.

46. Caso persistisse o cenário anterior, o Tesouro passaria a ser comprador mais ativo, para conter a valorização do real. Ainda assim, as compras pelo FSB deveriam ser coordenadas para não conflitar com a atuação do Banco Central na administração do regime de câmbio flutuante. No atual cenário, o FSB, se vier a ser criado, terá que se restringir a depósitos na conta única e à integralização de cotas do FFIE, pois neste momento o dólar, cotado acima de R\$ 2,10, está mais valorizado do que convém para o atingimento da meta de inflação. Não caberia ao FSB comprar moeda estrangeira, quando a postura do Banco Central é de venda para baixar sua cotação.

47. O Banco não estaria abdicando de ser o único a atuar no mercado cambial, pois não o é hoje. Compra moeda estrangeira diretamente no mercado mediante leilão, assim como o Tesouro, até o montante suficiente para amortizar suas dívidas vincendas nos próximos 12 meses. Permanecerão perante o mercado diferenças de postura, pois o Tesouro continuará não programando suas compras, à procura de boas oportunidades, enquanto o Banco Central é previsível e anuncia antecipadamente suas intervenções, de forma a influenciar as taxas.

48. Em quaisquer circunstâncias, a compra de moeda estrangeira pelo FSB pode simplesmente substituir a demanda por dólares de empresas brasileiras dispostas a investir e aptas a captar internamente e no exterior, que venham a preferir ir ao BNDES em busca desses recursos mais baratos. Nesse caso, o efeito da intervenção do fundo na taxa de câmbio seria nulo, entretanto com custo fiscal para o governo.

49. **Política Monetária.** Seria necessária a articulação entre Tesouro e Banco Central também em torno da política monetária, porque mais crédito com taxa igual ou pouco maior que a

---

<sup>24</sup> Dado de 4/10/08.



TJLP exercerá pressão inflacionária via aumento da demanda agregada financiada com crédito direcionado. Supondo-se que o investimento privado não se realizaria sem financiamento, os fundos contribuirão para o aumento dessa demanda. Podendo o FFIE aplicar indistintamente no país e no exterior, a liquidez será afetada tanto no caso de despesas de investimento interno de empresas financiadas pelo fundo, quanto no caso da repatriação do lucro de empresas que operem no exterior.

**50. Política Industrial e Papel Desenvolvimentista do Fundo Soberano.** Uma crítica forte ao projeto diz respeito a sua vocação desenvolvimentista, pelo fato de o FSB indicar que concentraria eventualmente suas aplicações no fomento de empreendimentos nacionais. Quanto à opção por fomento de projetos brasileiros no exterior, combina com o diagnóstico recente, porém de antes da crise, de influentes economistas, de que estamos entrando em uma fase em que o investimento direto no exterior (IDE) seria um dos motores do desenvolvimento da economia brasileira, via a internacionalização de operações de empresas brasileiras *global players* em mercado mundial em forte expansão.<sup>25</sup>

51. A literatura sobre fundos soberanos, principalmente os que se estabeleceram mais recentemente, aponta para que alguns deles objetivam explicitamente ampliar a base econômica do país para o crescimento, visto que a diversificação do setor produtivo doméstico reduz o impacto das oscilações das cotações internacionais das *commodities*.

52. O FSB revela sua vocação de instrumento da política industrial.<sup>26</sup> Tendo como referência de rentabilidade a taxa *Libor*, se prestaria a apoiar financeiramente empresas privadas brasileiras no exterior. Essa vocação sugere que a rentabilidade do FSB convirja para o mínimo previsto no PL e que aumentem os riscos de recuperação das aplicações, pouco valendo que o Congresso acompanhe *a posteriori* seu desempenho.

---

<sup>25</sup> Ver em Coutinho, Luciano ; Hiratuka, C. ; Sabbatini, Rodrigo . O investimento direto no exterior como alavanca dinamizadora da economia brasileira. In: Octavio de Barros, Fabio Giambiagi. (Org.). Brasil Globalizado. 01 ed. São Paulo: Editora, 2008, v. 01, p. 63-85. O livro foi lançado em maio de 2008.

<sup>26</sup> Existem críticas sobre a definição de critérios para a escolha de setores e empreendimentos a serem apoiados por uma política industrial e, de forma mais contundente, sobre a necessidade dessa política. O exemplo atual desse instrumento de governo é a Política de Desenvolvimento Produtivo. Analistas consideram que, no passado, o país cometeu erros na utilização de incentivos fiscais e financeiros, desperdiçando recursos públicos e disseminando privilégio.

53. Supondo que a rentabilidade do FFIE venha a ser a TJLP, negativa em termos reais, existirão também nesses empréstimos subsídios implícitos camuflados “abaixo da linha”. Ocorre que mesmo as empresas brasileiras capitalizadas vêm hoje incentivo em tomar empréstimos no BNDES à TJLP e aplicar a 13,75% no mercado financeiro.

54. Nada sugeriria, entretanto, no ambiente de antes da crise, que as empresas brasileiras rentáveis e com boa inserção do mercado devessem ter dificuldade de obter o financiamento privado para exportações ou para a internacionalização, seja no mercado brasileiro de capitais, seja no BNDES, seja mediante empréstimos externos.

55. Ainda assim, o fundo seria prescindível. Se o BNDES, por exemplo, hoje precisar captar no exterior (ou mesmo no Brasil), bastará emitir títulos. Se o governo tiver como estratégia aumentar recursos subsidiados a empresas nacionais (e ao BNDES), pode fazer como já é feito por meio de fundos hoje existentes ou por meio da capitalização do Banco, nos moldes da recente MP 439/08<sup>27</sup>.

56. **Política Anti-cíclica.** Metas fiscais anti-cíclicas nunca foram implementadas por via legal, de forma eficaz.<sup>28</sup> Metas primárias, quando são alteradas formal ou informalmente durante o exercício, visam a corrigir trajetória da dívida pública, nunca contemplar o ciclo econômico.

57. A finalidade de mitigar efeitos dos ciclos econômicos é comum a ambos FSB e FFIE. Na lei, deveria ser só do FSB. O projeto não identificava com clareza mínima que instrumentos mitigariam os efeitos dos ciclos econômicos e as condições em que as iniciativas seriam tomadas pelo governo.

## CENÁRIO E RECOMENDAÇÕES

58. **Cenário.** As condições são hoje menos propícias à criação do Fundo Soberano do Brasil do que há um ano atrás, quando o assunto veio a público, ou mesmo em maio, quando o projeto foi ao Congresso. A atual crise internacional, que promete ser duradoura,

---

<sup>27</sup> Ver em [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2008/Mpv/439.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Mpv/439.htm).

<sup>28</sup> Por iniciativa do Congresso, constou da LDO de 2006 um dispositivo que se revelou inócuo, diante das condições exigidas para que o mecanismo anti-cíclico entrasse em funcionamento. Uma alternativa, que dificilmente se poderia instrumentalizar por meio de LDO anuais, seria a fixação de uma meta primária para os orçamentos fiscal e da seguridade social acumulada para qualquer

desaconselha urgência<sup>29</sup>. O cenário piorou com a queda das cotações das *commodities* e aumentos do juro doméstico básico, do dólar, do risco Brasil e da incerteza das aplicações financeiras externas. Observa-se deterioração recorde do saldo em transações correntes e a piora acelerada da balança comercial brasileira. O fundo vai chegar atrasado em relação à abundância de dólares que ingressavam no Brasil e, presume-se, de receitas federais<sup>30</sup>, e adiantado em relação ao Pré-sal.

59. Não obstante o novo panorama global, o Executivo continua defendendo a criação imediata do FSB, agora como instrumento de combate aos sintomas da crise. Alega que esse meio ponto de percentagem do PIB, se deixado como excesso de arrecadação, meramente propiciará o abatimento da dívida pública na mesma proporção, enquanto que, posto em um fundo, poderá ser gasto em 2009 ou quando se justificar seu uso.

60. Aos olhos dos muitos governos emergentes e respectivos fundos soberanos, o mercado internacional tornou-se arriscado, e passaram, por necessidade, a objetivar os seus próprios mercados. Com a rarefação do crédito internacional, os investidores fugiram do risco e dos mercados emergentes, pressionando as moedas nacionais e aumentando a vulnerabilidade de seus bancos locais com passivos elevados em moeda forte. Como agravante, os países exportadores de petróleo viram a cotação do barril despencar a menos da metade em relação aos quase US\$ 150 de julho.

61. Os bancos centrais da zona do euro conseguiram contratar *swap* (troca) de moedas junto ao *Federal Reserve System*, obtendo a liquidez em dólares que necessitam para prover as operações de seus sistemas bancários. Mais recentemente (29/10) também o Brasil e poucos outros emergentes fecharam acordos semelhantes. Na falta disso, os demais países que já contam com fundos soberanos dirigiram seus investimentos para os mercados internos, para estabilizar os preços de seus ativos, não deixar que se desnacionalizem e atenuar a desvalorização cambial. Não destoam da tendência global, nesse contexto de queda acentuada dos preços dos ativos, propostas recentes como a francesa, da criação de um fundo soberano

---

próximo triênio (2,2% do PIB x 3, por exemplo), e cumpriria metas anuais segundo o ciclo econômico e eventualmente segundo a trajetória da dívida, como se cogitou em 2006.

<sup>29</sup> O Executivo retirou o regime de urgência constitucional em que tramitava o projeto de lei.

<sup>30</sup> Os aumentos reais dos tributos e contribuições federais, particularmente em 2007 e 2008, foram movidos pelo crescimento econômico, lucros elevados de empresas brasileiras no mercado externo e

européu, para mobilizar financiamento barato e comprar ações de empresas não financeiras desvalorizadas pela crise.<sup>31</sup>

62. **Alternativas e Recomendação.** A criação do FSB pode ser substituída pelo aumento da meta de superávit primário para atender o objetivo imediato de reduzir o consumo público como instrumento auxiliar no controle da demanda agregada e aumentar o espaço para a demanda privada. Se a decisão é de aumentar o superávit primário, que seja usado para a redução da dívida pública, ainda um problema fiscal e ameaça para o grau de investimento recentemente alcançado pelo Brasil .

63. A finalidade de permitir aplicação do excedente das reservas internacionais prudenciais em ativos de maior rentabilidade, visando reduzir o custo de sua manutenção, poderia ser alcançada diretamente pelo Banco Central, com a vantagem de que em maior parte continuaria integrando essas reservas. Essa solução exigiria que a autarquia tornasse mais flexível suas diretrizes de aplicação das reservas.

64. Não é necessária a criação do fundo para que o Tesouro assumira os custos de manutenção das reservas, pois a MP 435/08, diante do que parecia ser a incessante entrada de dólares no Brasil e da falta de instrumentos para controle da decorrente liquidez, previu a entrega sem contrapartida financeira de títulos de sua responsabilidade para uso em operações de mercado aberto; a separação do resultado das operações cambiais do resultado das demais operações do Banco Central; e prazos para ressarcimento dos resultados operações cambiais das primeiras, independentemente do resultado das demais.

65. Grupos empresariais nacionais sólidos continuarão a obter recursos externos a taxas atraentes. De outro lado, o FSB não seria necessário para instituição financeira oficial captar no exterior, pois com grau de investimento e normalizados os mercados, os analistas acreditam que existirá mercado para novas emissões do governo federal, ainda que o crédito externo para o Brasil tenha temporariamente rareado. Os fundos orçamentários existentes e as

---

interno, abertura de capital e lançamentos de ações em bolsas. Fatores esses que não deverão se repetir de forma tão significativa em 2009.

<sup>31</sup> Ver, segundo a Reuters, “Sarkozy wants Europe sovereign fund to fight crisis” (21/10/08) em <http://www.reuters.com/article/innovationNews/idUSTRE49K3KH20081021>. O presidente francês e atual presidente da União Européia , diante da negativa alemã à proposta, anunciou a criação de um fundo francês com as finalidades de resgatar empresas de interesse estratégico, administrado pela companhia estatal de investimentos *Caisse des Dépôts* .



operações, por exemplo, do BNDES, que poderiam ser ampliadas independentemente da criação do FFIE, já suprem as empresas nacionais com recursos subsidiados.

66. A recomendação é de que o FSB, caso seja criado a tempo, sirva para ampliar o superávit primário em 2008 e reduzir a dívida pública. Se, e durante alguns anos a partir de quando as receitas públicas mostrarem vigor semelhante ao deste exercício, é aconselhável que a meta de superávit primário permaneça mais alta, adotando-se déficit zero como meta fiscal. Se capitais externos voltarem a fluir para o País como até pouco tempo atrás, o superávit excedente se prestaria a financiar a compra de moeda estrangeira, para aplicação conservadora em ativos externos. Quando o mercado financeiro internacional se acalmar, o fundo serviria para diversificar a aplicação dessa moeda em ativos financeiros mais rentáveis que as típicas e mal remuneradas inversões dos bancos centrais.

67. Numa segunda etapa e só então, quando dívida e juros baixarem, o país ostentar superávit fiscal de caráter permanente e, principalmente, ingressarem as novas receitas do petróleo, o FSB deveria, além de continuar buscando melhor remuneração para as reservas, assumir as funções anti-cíclica, de distribuição de recursos entre gerações e, até, desenvolvimentista. Nesse tempo, caberia estudar a alternativa de criação de mais de um fundo com finalidades específicas, em prol inclusive da melhor gestão, e ainda por que os objetivos do FSB podem conflitar, como por exemplo poupar para transferência entre gerações e implementar políticas anti-cíclicas ou desenvolvimentistas. A previsão de um único fundo dará respaldo a praticamente qualquer decisão de governo quanto ao uso dos recursos, em detrimento do alcance das demais finalidades comumente atribuídas a esse tipo de instrumento.