

Universidade Estadual de Campinas  
Instituto de Economia

Adriano Ludovice C. F. Moura

# Pré-Sal, Doença holandesa e o papel do Fundo Soberano no Brasil.

Campinas, 2013

Adriano Ludovice C. F. Moura

# Pré-Sal, Doença holandesa e o papel do Fundo Soberano no Brasil.

Monografia de conclusão de curso apresentada  
como requisito parcial para a conclusão do curso de  
Ciências Econômicas do Instituto de Economia da  
Universidade Estadual de Campinas  
Orientador: prof. Dr. Pedro Linhares Rossi

Campinas, 2013

# Pré-Sal, Doença holandesa e o papel do Fundo Soberano no Brasil.

Adriano Ludovice C. F. Moura

Banca Examinadora

---

**prof. Dr. Pedro Linhares Rossi**  
orientador

---

**prof. Dr. André Martins Biancarelli**  
convidado

Monografia Defendida e Aprovada em:

\_\_/\_\_/\_\_

## Sumário

---

<b>Introdução</b> .....	<b>9</b>
<b>1. Vantagens e Desvantagens da Expansão da Exploração e Produção de Petróleo</b> .....	<b>13</b>
<b>1.1 Vantagens da Expansão da Exploração e Produção de Petróleo</b> .....	<b>15</b>
<b>1.2 Desvantagens da Expansão da Exploração e Produção de Petróleo</b> .....	<b>20</b>
1.2.1 Doença holandesa.....	22
1.2.2 Argumentações a respeito da existência da “doença holandesa” na economia brasileira	25
<b>1.3 Considerações Finais</b> .....	<b>33</b>
<b>2. Pré-Sal</b> .....	<b>35</b>
<b>2.1 Aspectos Gerais e o Marco Regulatório do Pré-Sal</b> .....	<b>36</b>
<b>2.2 Regime de Concessão e Regime de Partilha</b> .....	<b>39</b>
2.2.1 Regime de Concessão .....	39
2.2.2 Regime de Partilha .....	40
<b>2.3 Metas e Projeções</b> .....	<b>43</b>
2.3.1 Metas.....	43
2.3.2 Projeções .....	49
<b>2.4 Impacto dos Recursos do Petróleo sobre o Balanço de Pagamentos</b> .....	<b>53</b>
<b>2.5 Considerações Finais</b> .....	<b>57</b>
<b>3. Papel do Fundo Soberano sobre os Efeitos Negativos dos Recursos do Pré-Sal</b> .....	<b>60</b>
<b>3.1 Conceito e Modelos de <i>Sovereign Wealth Funds</i> (Fundos Soberanos)</b> .....	<b>61</b>

3.1.1 Classificações dos Sovereign Wealth Funds.....	65
<b>3.2 Fundo Soberano da Noruega.....</b>	<b>68</b>
<b>3.3 Tipos de Fundos Soberanos existentes no Brasil.....</b>	<b>76</b>
3.3.1 Fundo Soberano do Brasil (FSB).....	76
3.3.2 Fundo Social.....	87
<b>3.4 Considerações Finais.....</b>	<b>93</b>
3.4.1 Fundo Social.....	94
3.4.2 Fundo Soberano do Brasil.....	98
<b>4. Conclusão.....</b>	<b>100</b>
<b>5. Referências Bibliográficas.....</b>	<b>102</b>
<b>6. ANEXOS.....</b>	<b>111</b>
6.1 ANEXO I – Lei nº12.351, de Dezembro de 2010 – Cap. VII – Fundo Social.....	111
6.2 ANEXO II – Lei nº11.887, de Dezembro de 2008 – Fundo Soberano do Brasil.....	116
6.3 ANEXO III – EXPORTAÇÃO DE COMMODITIES 2013 (US\$ milhões).....	122
6.4 ANEXO IV – Valor dos Ativos do FSB (R\$ milhões).....	123
6.5 ANEXO V – Balanço Patrimonial do Fundo Soberano do Brasil.....	124

## Índice de Tabelas, Quadros e Figuras

---

### **Tabelas**

TABELA I – Comparativo entre a previsão de produção e a demanda estimada de petróleo no Brasil no período entre 2013 e 2022.....	<b>50</b>
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------

### **Quadros**

QUADRO I – Valores estimados da Produção de Petróleo no Brasil em 2020.....	<b>51</b>
QUADRO II – Valores Estimados da Produção de Petróleo da Petrobras em 2020.....	<b>51</b>
QUADRO III – Valores Estimados da Produção de Petróleo no Pré-Sal em 2020.....	<b>52</b>
QUADRO IV – Saldo em Transações Correntes do Brasil 1990-2013 ....	<b>55</b>
QUADRO V – Os 10 maiores Sovereign Wealth Funds por ativos sob gestão.....	<b>64</b>
QUADRO VI – Índices Benchmark para data 31 de março de 2014 (%).....	<b>72</b>
QUADRO VII – As mudanças no projeto original dos <i>royalties</i> .....	<b>91</b>

### **Figuras**

FIGURA I – Expansão do Refino da Produção e da Demanda por Derivados no Brasil.....	<b>44</b>
FIGURA II – Investimentos no período entre 2014 e 2018 por Segmento.....	<b>45</b>
FIGURA III – Expansão da produção de petróleo e gás natural da Petrobras no Brasil.....	<b>46</b>
FIGURA IV – Estratégia de Investimento do GPF-G – primeiro quarto de 2014.....	<b>73</b>
Figura V – Fonte de Financiamento e Objetivos do FSB.....	<b>78</b>
Figura VI – Estrutura do Fundo Soberano do Brasil.....	<b>79</b>

## Resumo

Este trabalho busca analisar os possíveis impactos que as descobertas das reservas de petróleo do Pré-Sal terão sobre a economia do país, destacando a possibilidade de desencadear, ou intensificar efeitos negativos provocados por uma grande entrada de divisas na economia, conhecida como “doença holandesa”, como descrita, mais adiante, nesse trabalho; também se preocupou em estudar o papel que os fundos soberanos desempenham como instrumento de política econômica, principalmente no sentido de mitigar os efeitos dessa doença na economia brasileira, além de se verificar se as institucionalidades dos fundos soberanos existentes no Brasil são adequadas no sentido de atuar na neutralização desses efeitos, caso essa situação esteja ou venha acontecer. Para tanto, se analisou as vantagens e desvantagens de uma expansão da exploração e produção de petróleo, impulsionada pelo Pré-Sal, como fator intensificador da “doença holandesa”. Para fundamentar esse cenário foi realizado um estudo sobre o Pré-Sal e das projeções de seus impactos sobre a produção futura de petróleo e gás natural, de modo a verificar se os recursos provenientes do crescimento dessa produção seriam de tal ordem que levasse a economia às condições da “doença holandesa”. Devido à importância do papel que os Fundos Soberanos exercem sobre a mitigação dos efeitos negativos de uma expansão das exportações de recursos naturais nos países exportadores de *commodities*, no presente trabalho foi realizado um estudo sobre esses instrumentos no mundo e sobre os fundos soberanos existentes no Brasil – Fundo Soberano do Brasil e Fundo Social – essa análise foi realizada para se ver se esses últimos são adequados para exercer o papel de instrumento de política econômica capaz de neutralizar uma “doença holandesa”. Para esta análise, foi usado como base comparativa o Fundo Soberano da Noruega, por ser o exemplo de fundo mais bem sucedido e por ter logrado em mitigar os efeitos da “doença holandesa”, quando os sintomas dessa crise passaram a afetar a economia daquele país. Este trabalho chegou à conclusão, como demonstrado no seu desenvolvimento, que as institucionalidades dos fundos soberanos existentes no Brasil não são estruturadas para o fim de mitigar os impactos negativos de uma “doença holandesa” na economia e que são necessários estudos mais profundos no sentido de propor uma reestruturação desses fundos para que eles possam atuar na neutralização de possíveis impactos negativos e que passem a ter um papel mais ativo como instrumento de política econômica, num cenário de bonança que possa desencadear a crise.

**Palavras Chaves: Pré-Sal; Fundo Soberano; doença holandesa; Fundo Social.**

## Abstract

This paper seeks to analyze the possible impacts that the findings of the pre-salt oil reserves will have on the country's economy, highlighting the possibility of trigger or intensify negative effects caused by a large inflow of foreign currency into the economy, known as "Dutch Disease" as described later in this paper; also bothered to study the role that sovereign wealth funds plays as an instrument of economic policy, mainly to mitigate the effects of this disease in the Brazilian economy, and verify if the institutionalities of the existing sovereign funds in Brazil are appropriate in the sense of acting to neutralize the negative effects if this situation is or will become to happen. To this end, we analyzed the advantages and disadvantages of an expansion of oil exploration and production, driven by pre-salt, as triggering factor of a "Dutch Disease". To support this scenario it was realized a study on the pre-salt and on the projections of its impacts on the future production of oil and natural gas, in order to verify that the resources obtained from the growth of this production would be so great that it would lead to the economy to the conditions of the "Dutch Disease". Due to the importance of the role that SWF's have on mitigating the negative effects of an expansion of the exports of natural resources in the commodity-exporting countries, in this paper a study was performed on the instruments in the world, and on the existing SWF in Brazil – Sovereign Fund of Brazil and Social Fund – this analysis was performed to see if these funds created in Brazil are suitable to play the role of an instrument of economic policy capable to neutralize the "Dutch Disease". For this analysis, was used as the comparative basis the Sovereign Fund of Norway for being the most successful example and for has managed to mitigate the effects of "Dutch Disease, when the symptoms of this disease started to affect the economy of that country. This work came to the conclusion, as demonstrated in its development, that institutionalities of the existing sovereign funds in Brazil are not structured to mitigate the impacts of a "Dutch Disease" in the economy and that further study is needed in order to propose a restructuring of these funds so that they can act to neutralize possible negatives impacts and that they begin to take a more active role as an instrument of economic policy, in a scenario that could trigger the crisis.

**Key Words: pre-salt; Sovereign Wealth Funds; Dutch Disease; Social Fund.**

## Introdução

---

As reservas de petróleo encontradas na camada pré-sal do litoral brasileiro estão dentro da área marítima considerada Zona Econômica Exclusiva do Brasil. São reservas com petróleo considerado de média e alta qualidade, segundo a escala API. O conjunto de campos petrolíferos do pré-sal se estende entre o litoral dos estados do Espírito Santo e Santa Catarina, com profundidades que variam de 1000 a 2000 metros de lâmina d'água e entre 4000 e 6000 metros de profundidade no subsolo, chegando, portanto, até 8000 metros da superfície do mar, incluindo a camada de sal.

Apenas com a descoberta dos três primeiros campos do pré-sal: Tupi, Iara e Parque das Baleias, as reservas brasileiras comprovadas passaram de 14 bilhões de barris para 33 bilhões de barris. Além destes três campos, o campo de Libra, o qual foi o primeiro a ir a leilão sob o regime de partilha, é um dos maiores achados petrolíferos já encontrados no Brasil, podendo conter de 3,7 bilhões a 15 bilhões de barris, sendo provável um total de 7,9 bilhões. As estimativas de reservas para o programa Pré-Sal brasileiro indicam potencial de 70 a 100 bilhões de barris de óleo equivalente – boe (somatório de petróleo e de gás natural).

A produção no Pré-Sal já é realidade, com a exploração iniciada em 2008, a produção no Pré-Sal totalizou, em março de 2014, 483,4 mil boed (barris de óleo equivalente por dia). Atingindo, em 18 de abril, um novo recorde diário de 444 mil bpd.

A exploração na área do Pré-Sal deve transformar o Brasil em um dos dez maiores produtores de petróleo do mundo. As descobertas ocorrem justamente quando a tendência é de aumento na demanda mundial por petróleo nos próximos anos, principalmente em função do crescimento de países emergentes como China, Índia e o próprio Brasil.

Tendo estes fatores em vista, somado ao interesse do Estado em se apropriar de uma parcela significativa dos recursos da exploração e

produção do petróleo para direcioná-los aos interesses nacionais, fica claro a importância das discussões sobre os impactos macroeconômicos que estes recursos trarão à economia brasileira no contexto de uma possível ocorrência da “doença holandesa” na economia, com um consequente processo de desindustrialização dos setores não ligados ao petróleo.

A “doença holandesa” é o termo que se refere à sobrevalorização permanente da taxa de câmbio de um país, resultante da existência de recursos naturais abundantes e baratos que garantem rendas ricardianas aos países que os possuem e os exportam como *commodities*. Essa sobrevalorização decorre do fato que sua exportação dessas ser compatível com uma taxa de câmbio mais valorizada do que seria necessário para tornar competitivas empresas de outros setores de bens comercializáveis, mesmo quando essas utilizem tecnologia de última geração no contexto mundial.

Ou seja, acaba provocando um processo de desindustrialização no país onde acontece essa doença. Essa desindustrialização ocorre devido à valorização do câmbio reduzir a competitividade do setor industrial exportador no mercado internacional. Como resultado, a participação da indústria no PIB do país diminui, bem como a participação do emprego industrial no emprego total.

No Brasil alguns autores argumentam que o país sofre ou não os efeitos da “doença holandesa”. A permanência do câmbio valorizado desde a década passada, o *boom* dos preços das commodities exportadas pelo país (alavancadas pela demanda chinesa), o aumento da importância das mesmas sobre a pauta de exportação do país, junto com a debilidade das políticas econômicas pós-liberalização financeira e comercial que poderiam neutralizar os efeitos da doença, são os principais fatores que preocupam os autores e sinalizam os sintomas de uma “doença holandesa”, mesmo que incipiente, no Brasil. Ademais, a descoberta das reservas de petróleo e gás natural dos campos do Pré-Sal intensificou os estudos e a preocupação sobre a ocorrência da “doença holandesa”, suas causas e as possíveis medidas de neutralização.

Outros países exportadores de *commodities* também sofrem com os efeitos, ou com a ameaça da “doença holandesa” em sua economia, porém alguns deles tomaram medidas que ajudam a neutralizar esses efeitos. Uma das medidas mais eficientes que adotaram foi uma tributação específica sobre as exportações e/ou a apropriação pelo Estado das receitas da produção e comercialização do petróleo, cujos recursos, em divisas, foram canalizados para a formação de fundos cambiais que serviram para diminuir os impactos das receitas excedentes na economia. Os *Sovereign Wealth Funds* (SWF), ou Fundos Soberanos, são definidos como arranjos ou fundos de investimento com propósitos especiais, de propriedade do Governo. Criado pelo Governo para propósitos macroeconômicos, os SWF’s mantêm posse, gerenciam, ou administram ativos para atingir objetivos financeiros, e empregam um conjunto de estratégias de investimento que incluem investimentos em ativos financeiros estrangeiros.

No Brasil, já foram criados dois fundos soberanos, o Fundo Soberano do Brasil (2008) e o Fundo Social (2010), e ambos foram criados após as descobertas das reservas de petróleo do Pré-Sal. Entretanto as finalidades e objetivos pelos quais foram criados não estão alinhados aos impactos que o Pré-Sal pode vir a trazer à economia nacional, por exemplo o caso do Fundo Social, cujo financiamento está atrelado aos recursos provenientes da exploração, produção e comercialização do petróleo do Pré-Sal que cabe à União, e, mesmo assim, não cumpre essa função.

O objetivo deste trabalho é analisar os impactos que os recursos do Pré-Sal poderão repercutir na economia brasileira, com destaque aos possíveis efeitos de uma “doença holandesa” na economia; e se as institucionalidades dos fundos soberanos existentes no Brasil são adequadas para mitigar/neutralizar essa doença. Deste modo, se procura uma resposta ao questionamento: O modelo de Fundo Soberano brasileiro é adequado para neutralizar a “doença holandesa” no Brasil, no contexto do Pré-Sal?

Para tal, este trabalho será estruturado da seguinte forma: o primeiro capítulo irá analisar as vantagens e desvantagens de uma expansão da exploração e produção de petróleo destacando os efeitos negativos que uma

“doença holandesa” acarretaria, assim como a definição do seu conceito e os estudos e argumentações atuais sobre sua já ocorrência no país; no segundo capítulo, se fará um estudo sobre o Pré-Sal, os regimes de exploração vigentes, as metas e projeções da produção e exportação de petróleo do país e os impactos que os recursos daí advindos e as projeções futuras de crescimento estão causando e poderão causar no Balanço de Pagamentos; no terceiro capítulo será analisado o conceito e os diversos tipos de fundos soberanos existentes no mundo, com destaque ao Fundo Soberano da Noruega, que será utilizado, nesse trabalho, como estudo de caso e base comparativa para uma análise dos fundos soberanos existentes no Brasil. Por fim, as conclusões do trabalho.

## **1. Vantagens e Desvantagens da Expansão da Exploração e Produção de Petróleo.**

---

O Brasil, diante da realidade que se encontra depois da descoberta dos campos do Pré-Sal e a constatação da viabilidade de exploração dos mesmos, tem à sua frente um imenso potencial para se destacar como um importante ator mundial nos campos de produção e exportação de petróleo e gás natural. Com as projeções sobre o tamanho do potencial explorável do Pré-Sal, o Brasil aumentou significativamente suas reservas de petróleo, elevando consideravelmente esse componente da sua matriz energética, fator chave para o seu desenvolvimento e de qualquer país.

Com isso, além do grande potencial de se tornar um dos 10 maiores exportadores de petróleo no mundo, serão necessários vultuosos investimentos, na escala de centenas de bilhões de dólares, para fazer frente às demandas de recursos necessários para a exploração dos campos do Pré-Sal, nas próximas décadas. Fatores que têm enorme importância e impacto para alavancar o crescimento econômico do país.

Contudo, a descoberta do enorme potencial energético do Pré-Sal não pode ser tomado somente como boa notícia. Quando um país não possui Instituições fortes e estáveis, não possui um planejamento prospectivo nos campos político e econômico adequados à nova realidade econômica, somado a uma situação política não tão estável, geralmente leva a que os efeitos benéficos da exploração de uma riqueza como esta vir a serem anulados e a maioria da população ser deixada de lado do processo de distribuição dessa riqueza, que também podem desencadear desequilíbrios macroeconômicos que em nada, ou muito pouco, contribuem para o desenvolvimento da economia e da qualidade de vida da população do país.

Temos exemplos de países pelo mundo que tem a exploração e exportação de petróleo como principal atividade de suas economias e se encontram em condições econômicas e sociais precárias, com baixo nível de distribuição das riquezas advindas do petróleo, baixo IDH e fragilidade econômica dos setores

não ligados à indústria petrolífera, são exemplos países: Nigéria, Irã, Arábia Saudita, Venezuela

Portanto, é fundamental que se faça uma análise muito detalhada sobre as vantagens e as desvantagens de uma expansão, como estamos esperando que haja, da exploração de petróleo no país e dos possíveis impactos que essa causará na economia. Nisso se insere um questionamento que os autores colocam: será o Pré-Sal uma dádiva ou uma maldição para o Brasil?

Este capítulo seguirá a seguinte estrutura: primeiro será feita uma breve análise sobre as vantagens decorrentes da expansão da exploração do petróleo e gás; no tópico seguinte se analisará as desvantagens de tal expansão; e seguirão como subtópicos deste último uma análise mais profunda sobre o que é a “doença holandesa” e uma exposição de argumentos de autores sobre sua existência no Brasil. Se finalizará o capítulo com as considerações finais do que foi discutido.

## **1.1 Vantagens da Expansão da Exploração e Produção de Petróleo.**

---

Ao analisar as vantagens de um enorme potencial de expansão da produção de petróleo no Brasil, podemos destacar vários pontos que poderão contribuir para o seu crescimento econômico, como:

**I. Autossuficiência de produção de petróleo e de derivados** – A partir das projeções de expansão da produção de petróleo e gás natural previstas no Plano Estratégico 2030 e Plano de Negócios e Gestão 2014-2018 da Petrobras, se espera que além da expansão da produção de petróleo venha também o aumento da capacidade de refino. De acordo com as previsões, se espera a auto-suficiência da produção de petróleo no ano de 2015 e da auto-suficiência da produção de derivados até 2020 (Petrobras, 2014d). Em 2020, a Petrobras planeja estar extraíndo 4,2 milhões de barris de petróleo/dia contra uma capacidade de refino de 3,6 milhões de barris/dia e um consumo de 3,4 milhões de barris/dia (Petrobras, 2013b).

**II. Aumento do nível de investimentos** – Serão necessários vultuosos investimentos, tanto nacionais quanto estrangeiros, para desenvolver e preparar a indústria para os desafios e necessidades da exploração de todo o potencial do Pré-Sal. Tais quantidades de recursos se devem às necessidades de construção dos meios necessários para a exploração e produção, como: plataformas, sondas, navios de apoio, refinarias, P&D, etc. Segundo o diretor-geral da Organização Nacional da Indústria do Petróleo (Onip), Eloi Fernández e Fernández, dos R\$ 611 bilhões previstos em investimentos pela indústria para os próximos quatro anos, R\$ 378 bilhões (62%) serão aplicados por empresas do setor. Esse valor vai representar metade dos investimentos previstos em infraestrutura do país até 2014. De acordo com ele, a maior parte desse investimento virá da Petrobras. A estatal anunciou um plano de US\$ 270 bilhões (cerca de R\$ 430 bilhões) até 2015 e a contratação de mais funcionários (Konchinsk, 2011). De acordo com o Plano de Negócios e Gestão 2014-2018 são planejados investimentos de US\$220,85 bilhões por parte da Petrobras além de US\$63,85 bilhões por investidores estrangeiros (PNG 2014-2018). Para a

indústria naval, a qual está sendo revitalizada devido às demandas da indústria de petróleo, está projetado um volume de US\$100 bilhões entre 2012 e 2020 (Petrobras, 2014c).

**III. Desenvolvimento da Indústria Nacional, com foco na de Petróleo e Gás e de suas cadeias de fornecedores** – A exigência do Conteúdo Local<sup>1</sup> mínimo nos processos de exploração e produção de petróleo e gás natural nas áreas sob o regime de partilha é uma das principais ferramentas de política industrial para o incentivo ao desenvolvimento da indústria nacional. Em um contexto de perspectivas de vendas significativas e distribuídas no longo prazo, essa política permitirá um maior investimento em ampliação da capacidade produtiva e a melhoria da competitividade. As demandas do Pré-Sal deverão ser atendidas no sentido de maximizar a utilização dos recursos nacionais de bens e serviços. Além do mais, a Petrobras, como empresa operadora alinhada às políticas nacionais, buscará maximizar o conteúdo local nesses projetos do Pré-Sal (Brasil, 2009). Os objetivos da política de Conteúdo Local são: capacitação de recursos locais; crescimento da indústria nacional; geração de emprego e renda e desenvolvimento tecnológico; aumentar a participação da indústria nacional de bens e serviços na cadeia de fornecedores de petróleo e gás natural. O menor percentual de Conteúdo Local é de 37% em águas profundas, e pode chegar a 85% no desenvolvimento em terra (PwC, 2012). O Pré-Sal por ser um empreendimento de grande volume que opera na fronteira tecnológica da indústria de petróleo, possui potencial de conexões e de externalidades para outros setores, ligados à inovação e de alto valor agregado, desde que se criem as condições econômicas e institucionais que reconheçam sua importância estratégica para o conjunto da economia brasileira (Schutte, 2012). Os investimentos em petróleo e gás têm o potencial de gerar uma demanda doméstica de cerca de US\$ 400 bilhões de investimentos até 2020, envolvendo setores de máquinas e equipamentos, construção naval, bem como o setor de comércio e serviços<sup>2</sup>. O aproveitamento do Pré-Sal envolve uma estratégia de

---

<sup>1</sup> É a proporção dos investimentos nacionais aplicados em um determinado bem ou serviço, correspondendo à parcela de participação da indústria nacional na produção desse bem ou serviço.

<sup>2</sup> ONIP, 2010 apud Schutte, 2012.

inserção nas cadeias produtivas, tanto *upstream*<sup>3</sup> quanto *downstream*<sup>4</sup> (Schutte, 2012). Estão em jogo não somente as compras do equipamento, como as próprias plataformas e navios, mas também os serviços especializados necessários ao longo das décadas de exploração, por exemplo na área de logística e manutenção. Além da exigência de Conteúdo Local, o foco deve ser a geração de competências tecnológicas para responder as novas demandas que precisam ser competitivas internacionalmente e terão o potencial de contribuir com a capacidade exportadora em segmentos de maior valor agregado (Schutte, 2012).

**IV. Aumento do investimento em P&D** – Aumenta o incentivo às empresas a considerarem o país como um *locus* estratégico dentro de sua rede global de P&D. Não somente na indústria de petróleo e gás, mas como o Pré-Sal se encontra na fronteira tecnológica, há potencial de aproveitamento em outros setores e cadeias, por exemplo, em novos materiais e no uso da nanotecnologia. A regulação da exploração do petróleo é determinante para que isso aconteça. Ela estipula que companhias invistam 1% de seu faturamento anual bruto obtido em campos com extraordinária produção, para P&D relevantes aos setores de petróleo, gás ou biocombustíveis, metade por meio de parcerias com universidades e instituições de pesquisa credenciadas pela ANP e a outra metade para P&D internos (Schutte, 2012). Os fundos destinados a P&D, desta forma, aumentaram de R\$ 509 milhões, em 2005, para R\$ 1.032 bilhão em 2011, dos quais 96% provenientes da Petrobras<sup>5</sup>

**V. Aumento no número de postos de trabalho** – Para atender a demanda da expansão da produção de petróleo nos próximos anos, serão necessários a criação de milhares de postos de trabalhos. Os investimentos no setor de petróleo e gás no país, especialmente para exploração do pré-sal, criarão 46 mil empregos até 2015, estima o Serviço Nacional de Aprendizado Industrial (SENAI). Outra declaração a respeito do assunto foi a do presidente da Petrobras na época (2011), José Sergio Gabrielli de Azevedo, informou, em debate no CONFEA, que será preciso treinar mais de 240 mil profissionais, até 2016, para

---

<sup>3</sup> Refere-se ao conjunto da demanda por produtos e serviços para viabilizar a exploração, o desenvolvimento e a produção.

<sup>4</sup> Refere-se à produção dos derivados até o consumidor final.

<sup>5</sup> Colela; ANP, 2012 apud Schutte, 2012

a cadeia de suprimentos que irá atender às atividades de exploração da região do Pré-Sal. Segundo o diretor-geral da Onip declarou em 2011, se o governo federal trabalhar para que outras empresas do setor de petróleo também ampliem seus quadros de pessoal, a geração de empregos passará de 2 milhões: “O MDIC [Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior] precisa assumir o papel de coordenação. Se tudo correr bem, podemos gerar mais de 2 milhões de empregos”, disse Fernández. “Se não correr, teremos um crescimento de 500 mil vagas.

**VI. Aumento da renda do Governo** – A apropriação da renda do petróleo por parte do Governo poderia se dar, nos regimes de concessão e de partilha, pelo pagamento: *royalties*, bônus de assinatura, participação especial (no caso de regime de concessão – cobrados sobre poços com grande volume de óleo ou com altas perspectivas de rentabilidade), pela retenção ou ocupação de uma área, e pagamento em excedente de óleo à União (no caso de regime de partilha). O Brasil possui ambos regimes de produção, entretanto estudos apontam que o *government take* no caso do regime de partilha seria maior (Gobetti, S. W. e Serra, R. V., 2011). Cabe então ao Governo realizar um planejamento de como aplicar tais rendas para o desenvolvimento socioeconômico,

**VII. Redução da vulnerabilidade externa** – Em várias ocasiões, o desenvolvimento de países periféricos, assim como o Brasil, esbarra na restrição externa e é interrompido por crises no Balanço de Pagamentos. As perspectivas de receitas futuras com as exportações líquidas do Pré-Sal têm um papel importante na redução dessa restrição externa, assim como também o têm o estoque de reservas internacionais e a abundância e a estabilidade dos investimentos diretos estrangeiros (Rossi, P. Biancarelli, A. Conti, B. 2013).

Em um momento futuro difícil de precisar, mas não tão distante, a exploração do petróleo da camada Pré-Sal, poderá provocar alterações de natureza permanente na Balança Comercial brasileira, tornando-a estruturalmente superavitária em um patamar significativamente superior ao atual, podendo até compensar os déficits em Serviços e Rendas (que também devem se elevar) (Biancarelli, A. 2012). Com isso, poderemos ter um saldo estruturalmente

superavitário em Transações Correntes, afastando a possibilidade de uma crise cambial, o que levaria a uma redução da vulnerabilidade externa.

Para o ex-ministro Luiz Carlos Mendonça de Barros, com os recursos do Pré-Sal, ficará mais distante o risco de que crises externas aborem o crescimento da economia (Lamucci, 2009).

Tal como foi observado por Carvalho et al. (2005), por evidências empíricas, o crescimento econômico brasileiro foi restrito pelo Balanço de Pagamentos entre 1948 a 2004, e que, a restrição externa teve um papel importante sobre o crescimento brasileiro. Logo a diminuição dessa restrição poderá impactar positivamente sobre a economia brasileira.

## **1.2 Desvantagens da Expansão da Exploração e Produção de Petróleo.**

---

Apesar da descoberta de uma riqueza dessa magnitude nos permitir vislumbrar um futuro promissor, temos que analisar também os aspectos negativos que tal expansão na produção e exportação de petróleo pode trazer para nossa economia e conseqüentemente para toda a população. Principalmente depois de observar os exemplos históricos de outros países que também descobriram riquezas de igual importância para suas economias e mesmo assim parecem não as terem aproveitadas de modo adequado para o desenvolvimento interno de seu país.

De início, deve se levar em consideração que se trata de um recurso finito e não renovável, ou seja, há a necessidade de um planejamento em relação ao ritmo de sua exploração e ao uso da riqueza extraída ao longo do tempo. Desse modo, a gestão de sua exploração e a aplicação das receitas desses recursos determinarão o legado que ficará para o desenvolvimento socioeconômico do país.

Um dos problemas decorrentes da exploração de uma riqueza natural que poderão afetar nossa economia, é a vulnerabilidade e dependência dos orçamentos governamentais, em todas suas esferas (municipal; estadual; federal), decorrentes da incorporação dos recursos provenientes da apropriação de parte da renda do petróleo nos gastos correntes do Governo. Essa apropriação pode se dar por diversos meios, como: tributação atividades relacionadas com exploração e produção, direitos de comercialização, pagamentos de *royalties* e outros mecanismos.

Desse modo, parte das receitas fiscais ficará atrelada às oscilações de preço do petróleo e à disponibilidade desses recursos. A partir disso, em um momento em que houver uma redução no influxo de recursos, e/ou se cessarem (devido à natureza finita da riqueza), os Governos poderão levar um tempo para diminuir e/ou cortar gastos que efetuavam com o uso de tais recursos, causando desequilíbrios fiscais em todas as esferas.

Um dos principais problemas, que costuma caracterizar a descoberta de enormes potenciais de exploração de recursos naturais como uma “maldição dos recursos naturais”; são os efeitos macroeconômicos indesejados provocados pelo alto fluxo de entrada de divisas dentro da economia, provocados pela exportação de tais recursos, que desencadeiam uma valorização da moeda nacional frente a moeda internacional, conhecido na literatura pelo termo “doença holandesa”.

Devido a sua ampla discussão atual sobre os efeitos de uma “doença holandesa” na economia e a importância que está tomando nos planejamentos econômicos atuais e futuros, intensificada ainda mais após as descobertas dos campos do Pré-Sal, creio que este seja um ponto crucial para ser melhor analisado nesta monografia, a qual tem como um de seus focos a análise dos efeitos negativos dos recursos do Pré-Sal e as possíveis medidas para neutralizá-los.

### 1.2.1 Doença holandesa

---

Em 1977, a revista semanal inglesa “*The Economist*” utilizou pela primeira vez o termo “*Dutch Disease*” para remeter o fenômeno que ocorria na Holanda, o qual se refere à decadência da indústria holandesa após a descoberta de grandes reservas de gás natural no Mar do Norte. A excessiva entrada de divisas, ocasionada pela comercialização internacional do gás natural, provocou uma valorização da moeda nacional holandesa (florim). O setor industrial teve sua competitividade afetada, dado que, com o florim sobrevalorizado, seus preços internacionais não eram competitivos, que além de favorecer as importações, ocasionou um movimento de desindustrialização no país.

Os primeiros estudos acadêmicos e modelos que trataram sobre a “doença holandesa” surgiram na década de 1980, pelos autores Corden e Neary (1982) e aperfeiçoados em 1984 (Corden, 1984); de acordo com seu modelo, eles imaginaram uma economia em três setores, dois deles relacionados a bens comercializáveis, o setor de recursos naturais “*booming*” (em expansão) e o setor manufatureiro “*lagging*” (atrasado), e um relacionado aos bens não comercializáveis. Considerando que os preços dos bens comercializáveis são estabelecidos no mercado internacional e o preço dos não-comercializáveis são determinados pela economia doméstica. A taxa de câmbio real é definida como a razão entre os preços de bens comercializáveis e não-comercializáveis.

De acordo com a versão precursora do modelo da “doença holandesa”, uma ampliação do *booming sector* pode ocorrer por três motivos: 1.Melhoramento técnico; 2.Descoberta de novos recursos; 3.Aumento exógeno dos preços no mercado internacional em relação ao preço das importações. A ampliação do *booming sector* aumenta a renda agregada dos fatores de produção utilizados neste setor e acarreta dois efeitos principais:

1. Efeito de gastos, o qual ocorre se alguma parte da renda extra do setor em expansão for gasta no setor de não-comercializáveis. Nesta situação, dado o aumento da demanda por bens não-comercializáveis, o preço destes bens

aumenta em relação aos preços dos comercializáveis, causando apreciação da taxa de câmbio real.

2. Efeito deslocamento dos recursos, no qual surge do fato que o setor em expansão requer mais trabalho e, portanto, aumenta a remuneração do trabalho neste setor. Isto provoca o deslocamento dos recursos produtivos (capital e trabalho) dos outros setores da economia para o setor em expansão, o que tende a reduzir o produto no *lagging sector* e não-comercializáveis, causando uma desindustrialização e aumento adicional dos preços dos últimos, o que pressiona por uma apreciação adicional do câmbio.

Os efeitos mencionados resultam em queda da participação da produção de comercializáveis em relação aos não-comercializáveis, e em apreciação da taxa de câmbio real. Tal modelo de Corden e Neary (1982) sofre uma forte crítica de Bresser-Pereira e Marconi (2010), pois estes autores afirmam que é um modelo neoclássico que não coloca no seu centro a taxa de câmbio mas a existência de dois setores. Além disso, é um modelo neoclássico de curto prazo que se preocupa com a mudança causada pela exploração e exportação de petróleo, e é um modelo macroeconômico apenas parcialmente porque não tem moeda e supõe o pleno emprego.

Bresser-Pereira e Marconi (2010) apresentam seu conceito sobre a “doença holandesa” com ênfase sobre a taxa de câmbio e na existência de duas taxas de câmbio de equilíbrio. Eles apresentam uma definição da “doença holandesa” na qual ela é a crônica sobreapreciação da taxa de câmbio de um país causada pela exploração de recursos abundantes e baratos, cuja produção e exportação são compatíveis com uma taxa de câmbio claramente mais apreciada que a taxa de câmbio que torna competitivas internacionalmente as demais empresas de bens comercializáveis que usam a tecnologia em seu estado de arte. É um fenômeno estrutural que cria obstáculos à industrialização ou, se tiver sido neutralizada e o país se industrializou, mas, depois, deixou de sê-lo, provoca a desindustrialização.

De acordo com os autores, a “doença holandesa” é uma falha de mercado que gera externalidades negativas nos outros setores de bens e serviços

comercializáveis da economia impedindo esses setores de se desenvolverem não obstante usem a melhor tecnologia e as melhores práticas administrativas. É uma falha de mercado que implica a existência de uma diferença entre a taxa de câmbio que equilibra intertemporalmente a conta corrente do país (taxa de equilíbrio corrente) e a taxa de câmbio que permite a existência de setores econômicos eficientes de bens e serviços comercializáveis (taxa de equilíbrio industrial) além daqueles beneficiados por rendas ricardianas.

Em adição, os autores também propõem um modelo ampliado de “doença holandesa”, no qual esta não estaria associada somente à abundância de recursos naturais, mas também de mão-de-obra barata. A condição necessária para que o trabalho seja causa da “doença holandesa” é a de que a diferença entre o trabalho qualificado e não-qualificado em determinado país seja substancialmente maior do que nos países ricos.

## 1.2.2. Argumentações a respeito da existência da “doença holandesa” na economia brasileira

---

Dentro da literatura atual, diversos autores argumentam sobre a ocorrência, ou não, dos efeitos de uma “doença holandesa” sobre a economia brasileira. Para fundamentar tais argumentações, os autores se valem de um escopo teórico e também empírico, principalmente a respeito da participação relativa do setor industrial, este qual dividido entre os setores de baixa, média e alta tecnologia, e do setor intensivo em recursos naturais, este evidenciado principalmente pelas *commodities*, sobre o PIB do país e também sobre a participação sobre as exportações.

O período estudado se encontra em destaque nas últimas décadas, tendo uma ressalva para o período pós-liberalização na década de 1990 e também para a primeira década de 2000, na qual se observou um aumento da participação das *commodities* sobre o crescimento econômico do país.

A respeito dos autores que defendem a existência, mesmo que incipiente, de desindustrialização causada pelos efeitos da “doença holandesa”, podemos destacar Bresser-Pereira e Marconi (2010); Oreiro e Feijó (2010). Tais autores procuram evidenciar por meio de suas pesquisas empíricas uma diminuição da participação da indústria, principalmente nos setores de alta e média tecnologia, nas últimas décadas devido a uma combinação de uma taxa cambial apreciada, aumento entre os termos de troca dos setores intensivos em recursos naturais, enfraquecimento das medidas de neutralização da “doença holandesa” e uma conjuntura de liberalização e abertura financeira e comercial.

**Bresser-Pereira e Marconi** (2010) analisam dados sobre exportações, importações e saldo da balança comercial dos setores que produzem bens comercializáveis, separados entre *commodities* e manufaturados, para o período posterior à eliminação das regras que neutralizavam a “doença holandesa” no Brasil (1990), as quais se encontravam controles tarifários, alfandegários e cambiais, que taxavam a receita de exportações de *commodities* primárias e

desestimulava a importação de manufaturados; e o período de aumento dos preços das *commodities* exportadas (2002-2007).

De acordo com os autores, a taxa de câmbio sofreu apreciação significativa em termos reais desde o início de 2003 e, mesmo assim, a receita das exportações continuou evoluindo favoravelmente até os dias atuais; por outro lado, o saldo comercial só começou a se reduzir recentemente devido ao aumento explosivo das importações. Esse é um cenário típico de “doença holandesa”, que torna compatível a moeda nacional apreciada e o equilíbrio comercial. Os autores explicam isso pelo argumento de que o aumento do preço das *commodities* no período mais recente implicou em um aumento da diferença entre a taxa de câmbio corrente e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial, esta qual é definida pelos autores como a taxa de câmbio que permite a competitividade dos produtos manufaturados no mercado internacional. Quando o superávit comercial começou a diminuir, isso significava que era a entrada de capitais que estava adicionalmente (em relação à “doença holandesa”) provocando a apreciação do câmbio.

Eles resumem os principais pontos que os levam a constatar, por meio da pesquisa empírica realizada, que há indícios dos sintomas da “doença holandesa” na economia brasileira:

- Há uma apreciação da taxa de câmbio, em função do aumento das exportações (mais intenso para as *commodities*, de 188% na comparação entre 2007-2002, que para os manufaturados, de 140% no mesmo período);
- A balança comercial das *commodities* evoluiu positivamente após 1992, enquanto a dos manufaturados sofreu uma retração no mesmo período;
- O crescimento da balança comercial de *commodities* evoluiu de forma desassociada da taxa de câmbio, evidenciando que outros fatores influem no comportamento das vendas e compras externas destes produtos, enquanto a evolução da balança comercial dos manufaturados é fortemente vinculada à taxa de câmbio, indicando que este setor depende de tal taxa para apresentar resultados positivos no comércio externo;

- Os preços e *quantum* das exportações de *commodities* cresceram mais que os dos manufaturados;
- Houve um aumento da participação das *commodities* no valor adicionado total;
- Ainda que não tenha havido uma redução da participação do valor adicionado do setor de manufaturados no valor adicionado total da economia, devido à queda que ocorreu na participação dos não comercializáveis na renda nacional, se considerarmos apenas o valor agregado total de bens comercializáveis, houve uma substancial diminuição da participação dos manufaturados comercializáveis;
- Outro fator que pode constatar o processo de desindustrialização brasileiro causado pela “doença holandesa” é o menor crescimento do PIB industrial do Brasil comparado com o crescimento do PIB industrial dos outros países em desenvolvimento.

**Oreiro e Feijó** (2010) começam sua análise a respeito de uma possível desindustrialização da economia brasileira evidenciando o conceito de desindustrialização utilizado, e realizando duas importantes considerações:

1. A desindustrialização é compatível com um crescimento (expressivo) da produção da indústria em termos físicos, sendo sentida na perda de importância do setor industrial como fonte geradora de emprego e/ou de valor adicionado para uma determinada economia.

2. A desindustrialização não está necessariamente associada a uma “re-primarização da pauta exportadora”. Porém quando ela ocorre acompanhada de uma re-primarização da pauta de exportações, então isso pode ser sintoma da ocorrência de “doença holandesa”.

Os autores utilizam a teoria de desindustrialização causada pela “doença holandesa”, ou “desindustrialização precoce” (desindustrialização descendente), presente no trabalho de Palma (2005), na qual uma vez iniciado o processo de

desindustrialização a um nível de renda *per capita* inferior ao observado nos países desenvolvidos quando os mesmos iniciaram seu processo de desindustrialização natural, dado um ponto de maturidade de suas estruturas industriais.

Em suas análises a respeito da participação da indústria na economia nas últimas décadas, eles chegam à conclusão que é evidente a ocorrência de um processo de desindustrialização. Entretanto, eles destacam que chegam na parte mais polêmica sobre esse trabalho, na qual é importante definir quais seriam as causas desse processo, mais precisamente se trata-se de debater se tal fenômeno é um resultado natural do estágio de desenvolvimento da economia brasileira ou se é a consequência das políticas macroeconômicas adotadas nos últimos 20 anos, dando maior importância se tal fenômeno se dá devido à ocorrência da “doença holandesa”.

De acordo com um estudo divulgado pelo IEDI (Valor Econômico, 22/12/2009; apud Oreiro e Feijó, 2010) para o período de 2004-2009, o saldo comercial da indústria (acumulado de janeiro a setembro) passou de 17,09 bilhões de dólares em 2004 para -4,83 bilhões de dólares em 2009. Ao desagregar-se esse saldo por intensidade tecnológica verificamos que os setores de média-alta e alta intensidade tecnológica não são apenas deficitários, como ainda presenciaram um crescimento expressivo do déficit comercial no período em consideração (o déficit do setor de média-alta passou de 2,07bi para 19,19bi e o do setor de alta passou de 5,58bi para 12,65).

O crescimento do déficit comercial da indústria, principalmente nos setores de maior intensidade tecnológica, no período de 2004-2009 coincide com uma redução da participação do valor adicionado da indústria de transformação no PIB. A ocorrência simultânea de perda da importância da indústria no PIB e aumento do déficit comercial da indústria é um sintoma claro de ocorrência de “doença holandesa”, segundo definição de Palma (2005).

Contudo, há outra linha de pesquisas e análises realizada por outros autores que procuram evidenciar, também baseados em um escopo teórico e evidências empíricas, de que a economia brasileira não apresenta sinais de

desindustrialização causados pelos efeitos da “doença holandesa”. Eles procuram explicitar que o setor industrial continuou crescendo ao longo das últimas décadas e que não está perdendo sua participação relativa em relação ao PIB e às exportações, fatos estes que servem de pilares para defender a existência da “doença holandesa”.

Entre estes autores, se destacam os trabalhos de Nassif (2008) e Nakahodo e Jank (2006); Dentre os pontos em comum dos autores eles procuram demonstrar que processo em curso na economia não é o de desindustrialização, mas o de reestruturação do setor industrial.

**Nassif** (2008) tem como objetivo em seu artigo analisar o conceito de desindustrialização à luz da teoria econômica e de avaliar se, de fato, o Brasil foi atingido pela “nova “doença holandesa””, a qual acarreta o retorno a um padrão de especialização produtiva e exportadora baseado em produtos intensivos em recursos naturais. Para tal, se utilizará de evidências empíricas que contemplem a evolução recente da produtividade do trabalho na indústria e as mudanças ocorridas na estrutura e no padrão de especialização intra-industrial.

Este autor conclui pela a análise de sua pesquisa que na segunda metade dos anos 1980 houve uma queda da participação da indústria no PIB, em meio a uma fortíssima retração na produtividade do trabalho e a um cenário de estagnação econômica. Após 1990, houve retração da produtividade e manutenção das baixas taxas de investimento. Ou seja, o comportamento instável da produtividade e os níveis reduzidos de investimento, desde o início dos anos 1990, contribuíram para impedir o retorno da participação da indústria no PIB aos níveis médios anuais prevalecentes na década de 1980.

Portanto, o período de 1990 até o presente não pode ser qualificado como de “desindustrialização”. Apesar das baixas taxas de crescimento médias anuais do PIB brasileiro entre 1990 e 2000, a indústria de transformação doméstica conseguiu manter um nível de participação médio anual da ordem de 22% no período, praticamente o mesmo observado em 1990. Nos últimos anos, houve um ligeiro aumento dessa participação, chegando a 23% em 2004.

As evidências empíricas também não confirmam uma “nova “doença holandesa”” no Brasil, seja porque não se verificou uma realocação generalizada de fatores produtivos para os segmentos que constituem o grupo de indústrias com tecnologias baseadas em recursos naturais, seja porque não se configurou um retorno vigoroso a um padrão de especialização exportadora em produtos intensivos em recursos naturais ou em trabalho.

Para embasar este último ponto, o autor analisa os dados sobre a mudança interna das exportações de bens manufaturados nos períodos de 1989 e 2005, na qual a participação conjunta das vendas dos produtos primários, dos manufaturados intensivos em recursos naturais (esta qual sofreu somente um pequeno acréscimo de 2 p.p., muito pouco para configurar uma desindustrialização) e dos manufaturados de baixa tecnologia, a qual sofre um decréscimo de 72% para 67% entre 1989 e 2005; tanto o grupo de manufaturados de média como o de alta tecnologia conseguiu ampliar, ainda que não expressivamente, suas respectivas participações no total exportado (de 22% para 24% e de 5% para 8%), resultando em um aumento das vendas externas destes dois grupos de 27% para 32% no período.

Contudo, Nassif faz uma ressalva à respeito dos riscos no longo prazo inerentes à tendência recorrente de sobrevalorização da moeda brasileira em relação ao dólar em termos reais, fato observado desde 1980 até o março de 2006, com exceção do período de 1999-2003. Pois tais riscos estão associados a uma possível deflagração de um processo precoce de desindustrialização no Brasil, o qual mesmo que não tenha passado de uma mera conjectura de acordo com a análise do autor, possa a se tornar, no longo prazo, realidade.

**Nakahodo e Jank** (2006) buscam em sua pesquisa, discutir as questões relacionadas a uma “doença holandesa” no Brasil, como uma desindustrialização evidenciada na pauta exportadora do país e também uma apreciação da moeda causada pelo aumento do valor das exportações de *commodities* sobre as exportações. Para tal, os autores se valem de dados empíricos que contemplem o perfil e a dinâmica da balança comercial brasileira.

Os autores concluem que os argumentos sobre a existência da “doença holandesa” na economia não são baseados em pesquisas empíricas, e sim em impressões. Eles utilizam como base para esta conclusão as análises feitas por eles dos dados empíricos utilizados da balança comercial das últimas duas décadas. Eles afirmam que as exportações brasileiras de *commodities* e produtos diferenciados (não commoditizados) cresceram em média 6,8% ao ano desde 1996 e mais do que o dobro desta taxa no último quinquênio. As *commodities* crescem um pouco mais (8,5% ao ano) do que os produtos diferenciados (5,6% ao ano). Entretanto, eles fazem uma ressalva de que dentre estes produtos diferenciados, os setores de alta e média tecnologia como aviões, equipamentos de telecomunicações e veículos automotores mostram um surpreendente dinamismo exportador.

Outro aspecto importante destacado pelos autores é que a mensuração dos preços das *commodities* é feita por meio de índices que atribuem um peso excessivo aos produtos energéticos, por isso deve ser descartada, pois é viesada. Logo se valem de uma mensuração dos preços internacionais por meio de um índice formado pelo peso relativo da cesta de exportações que compuseram as exportações brasileiras no período 1996-2005, no caso do Brasil muito mais carregadas no segmento agropecuário e agroindustrial, O “Índice de Preços das Commodities Brasileiras”.

Tal índice mostra que os preços dos produtos em que o Brasil apresenta vantagem comparativa tiveram altas bem menos expressivas do que o alardeado pela maioria dos especialistas, com exceção do minério de ferro e do petróleo, cujas cotações nos mercados internacionais de fato subiram de forma expressiva. Uma conclusão tirada desse aspecto é a negação da proposta sobre a taxação das exportações de *commodities*, já que foi demonstrado que ela não se dá em por uma alta história e duradoura de seus preços.

A pesquisa revela que o crescimento do valor das exportações tem como uma de suas principais causas o aumento das quantidades exportadas. Tal aumento é devido ao aumento da demanda internacional em termos absolutos e/ou pelo ganho de *market share*. Em volume, o Brasil cresce mais do que o mundo em 11 das 14 *commodities* analisadas. Outro argumento que invalida a

teoria de desindustrialização é o aumento dos superávits da balança comercial nos produtos diferenciados a partir de 2002, pela recuperação do emprego industrial a partir do segundo semestre de 2004 e pela contestação da ideia utilizada por outros autores de que a produção de *commodities* não seria também um processo industrial. Em relação a este último ponto, os autores contestam tal ideia tida como “simplista” e discutem o fato que existe uma rede de indústrias de insumos, máquinas e processamento de produtos, além do apoio de inúmeros serviços de suporte. Ademais, afirmam que não pesquisas para discutir os efeitos *spill-over* da produção de *commodities* sobre a economia do país.

Assim como Nassif (2008), Nakahodo e Jank(2006) também destacam os efeitos perversos que a apreciação cambial traz a economia, principalmente sobre a indústria, no longo prazo. Mesmo discordando que tal apreciação se dá devido as causas que dão suporte a “doença holandesa”, eles também apoiam a ideia de que caso medidas não sejam tomadas, tal câmbio valorizado pode, a longo prazo, provocar uma desindustrialização. Entretanto, para combater tal apreciação e seus efeitos, os autores se fazem de outras medidas que aquelas propostas para neutralizar a “doença holandesa”, como um corte nos gastos do governo para conseguir diminuir a taxa de juros real, e assim reduzir o fluxo de capitais especulativos que provocam tal apreciação excessiva.

## **1.3 Considerações finais**

---

Neste capítulo foram tratados tanto as vantagens quanto as desvantagens de um aumento da expansão da exploração de um recurso natural, no caso o Petróleo e Gás Natural. Como observamos, um aumento do potencial de exploração de um recurso natural, como o caso das descobertas das reservas de petróleo e gás natural do Pré-Sal, pode proporcionar grandes oportunidades a um país, tais como: autossuficiência de produção de petróleo e de derivados; aumento do nível de investimentos; desenvolvimento da indústria nacional, com foco na indústria de Petróleo e Gás e de suas cadeias de fornecedores; aumento de investimentos em P&D; aumento do número de postos de trabalho; aumento das rendas do Governo; diminuição de vulnerabilidades externas.

Entretanto, é essencial também analisar as desvantagens de tal expansão. Dentre estas desvantagens tratadas: rendas voláteis e finitas, devido ao caráter de recurso finito e não-renovável; vulnerabilidade e dependência dos orçamentos governamentais em relação ao preço do petróleo; e da “doença holandesa”; foi dado maior importância a esta última devido à magnitude de seus efeitos na economia do país.

Tendo em vista o que foi exposto nesse capítulo, pode-se ter uma boa ideia do escopo teórico por traz da teoria da “doença holandesa”, tanto histórica como atual. Como foi visto nas argumentações dos autores a respeito da existência ou não da “doença holandesa” na economia brasileira, se trata de um assunto bem polêmico no círculo de especialistas; e mesmo que tais especialistas e acadêmicos que contribuem na análise e estudo sobre esse assunto tomem como base, para fundar seus argumentos, dados empíricos relacionados às causas e sintomas de tal doença, ainda há uma forte contraposição de ideias a respeito de sua existência, não tendo uma definição unânime.

Contudo, como foi observada, a “doença holandesa” no Brasil vem sendo cada vez mais discutida, e suas teorias, tentando prová-la ou descartá-la, vão sendo ampliadas e obtendo um papel mais atual e dinâmico, já que os dados utilizados nas pesquisas empíricas necessitam estar atualizados para poder se

ter uma posição atual de que se está ocorrendo, ou começando ocorrer ou se irá ocorrer.

É importante destacar que com a descoberta dos campos da área do Pré-Sal, tais estudos sobre a existência da “doença holandesa” vão ser cada vez mais necessárias para poder se ter uma ideia crítica e atual a respeito dos impactos macroeconômicos da exploração do gás e do petróleo desses campos sobre a economia do Brasil, a qual, mesmo que não esteja sofrendo um processo de desindustrialização, irá passar a uma posição sensível frente aos efeitos da entrada de recursos provenientes de tal exploração e produção, e o peso que estas terão sobre a pauta exportadora.

Tendo como principal contribuição desses pontos de vistas contrários o destaque para a necessidade de um estudo mais sério sobre a formulação de um planejamento político e econômico estruturados para aproveitar os impactos econômicos advindos do enorme potencial de exploração do petróleo; e também a formulação de medidas e políticas que poderão diminuir e/ou neutralizar os possíveis efeitos macroeconômicos indesejados, como a presença de uma “doença holandesa” na economia brasileira.

## 2. Pré-Sal

---

As descobertas dos grandes reservatórios da camada do pré-sal, os quais representam a maior descoberta de petróleo das últimas décadas, devem dar impulso ao setor no longo prazo, além de tornar o Brasil um dos importantes atores mundiais na produção de petróleo. As reservas do Pré-Sal constituem a possibilidade de reversão de uma tendência histórica brasileira de importador de petróleo, já que com estas descobertas se prevê um cenário onde o país irá ter petróleo em quantidade suficiente para se tornar um exportador líquido da mercadoria. No entanto, apesar de toda euforia criada pela descoberta do Pré-Sal, ainda não se tem com clareza qual o tamanho de seu impacto econômico para o Brasil (Losekann, L.; Periard, T. 2013).

Este capítulo está estruturado da seguinte forma: primeiro será feita uma análise sobre o Pré-Sal, a partir de seus aspectos gerais e as mudanças que provocou e como está o Marco Regulatório da exploração do petróleo. Além disso, se fará uma análise comparativa entre os regimes de exploração vigentes no Brasil, de modo a se ter uma ideia de como se dará o regime de exploração no Pré-Sal e qual será o papel da União. No seguinte tópico, serão estudadas as últimas metas da Petrobras sobre a Exploração e Produção de petróleo para os próximos anos bem como o volume de investimentos planejados; junto a um exercício que visa projetar o volume da produção de petróleo e o volume de recursos que tal produção poderá representar no ano de 2020, a partir de dados e projeções de empresas, instituições e órgãos públicos. Por último será tratado a atual situação da Conta Petróleo e os impactos que tais projeções poderão causar sobre o Balanço de Pagamentos do país. Por fim, se realizará as considerações finais do capítulo.

## **2.1 Aspectos Gerais e o Marco Regulatório do Pré-Sal**

Convencionou-se utilizar o termo “Pré-Sal” para definir as camadas rochosas que ocorrem abaixo de uma espessa camada de sal na plataforma continental brasileira, distinguindo-as das descobertas petrolíferas que ocorrem acima do sal – Pós-Sal. “Pré-Sal”, do ponto de vista geológico, são áreas cujos sedimentos foram acumulados antes do depósito da camada de sal. São, portanto, mais antigas do que o sal. As descobertas do Pré-Sal foram possíveis com base em novos levantamentos sísmicos de alta resolução realizados pela Petrobras agregados ao desenvolvimento de tecnologia específica, que permitiu aos técnicos brasileiros “enxergar” o que havia abaixo da camada salina, que, em muitos trechos, pode alcançar mais de 2 mil metros de espessura (Brasil, 2009b).

A região da província petrolífera chamada Pré-Sal, localizada na Plataforma Continental Brasileira, estende-se do litoral do Estado do Espírito Santo até Santa Catarina, em área de aproximadamente 149 mil km<sup>2</sup>, com profundidades que variam de 1000 a 2000 metros de lâmina d’água e entre 4000 e 6000 metros de profundidade no subsolo, chegando, portanto, até 8000 metros da superfície do mar, incluindo a camada de sal. Os limites dessa área foram definidos a partir de interpretações geológicas, e poderão ser alterados com a obtenção de novos dados de poços que vierem a ser perfurados e a aquisição de novos dados sísmicos. A área de ocorrência do Pré-Sal, cujo potencial petrolífero não se iguala a nenhum outro descoberto até o momento, representa em torno de 2,3% do total das bacias sedimentares brasileiras, que totalizam 6,4 milhões de km<sup>2</sup>, somando-se as bacias terrestres e marítimas (Brasil, 2009b).

As reservas de petróleo encontradas na camada pré-sal do litoral brasileiro estão dentro da área marítima considerada zona econômica exclusiva do Brasil. São reservas com petróleo considerado de média e alta qualidade, segundo a escala API<sup>6</sup>. Apenas com a descoberta dos três primeiros campos do pré-sal, Tupi, Iara e Parque das Baleias as reservas brasileiras comprovadas passaram

---

<sup>6</sup> Escala hidrométrica criada pelo American Petroleum Institute (API), usada para medir a densidade relativa de óleos e derivados.

de 14 bilhões de barris para 33 bilhões de barris. Além destes três campos, o campo de Libra, o qual foi o primeiro a ir a leilão sob o regime de partilha, é um dos maiores achados petrolíferos já encontrados no Brasil, podendo conter de 3,7 bilhões a 15 bilhões de barris, sendo provável um total de 7,9 bilhões (Brasil, 2013c).

As estimativas de reservas para o Pré-Sal brasileiro indicam potencial de 70 a 100 bilhões de barris de óleo equivalente – boe (somatório de petróleo e gás natural) (Brasil, 2011a). A exploração na área do Pré-Sal deve transformar o Brasil em um dos dez maiores produtores de petróleo do mundo. As descobertas ocorrem justamente quando a tendência é de aumento na demanda mundial por petróleo nos próximos anos, principalmente em função do crescimento de países emergentes como China, Índia e o próprio Brasil (Brasil, 2013c).

A produção no Pré-Sal já é realidade, com a exploração iniciada em 2008, já foram registrados recordes de produção no Pré-Sal. De acordo com dados liberados pela Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP, 2014) em março deste ano, a produção no Pré-Sal totalizou 483,4 mil boed (barris de óleo equivalente por dia), sendo 395,9 mil barris diários de petróleo e 13,9 milhões de metros cúbicos por dia de gás natural. Atingindo, em 18 de abril, um novo recorde diário de 444 mil bpd (Petrobras, 2014e).

Devido à descoberta dos campos do pré-sal e de sua importância, o Ministério de Minas e Energia anunciou a mudança no Modelo Regulatório do Pré-Sal (Brasil, 2009a). O estabelecimento de um novo marco institucional objetiva assegurar o caráter estratégico e harmônico das decisões relativas à produção de petróleo e gás na área do Pré-Sal. A proposta traz quatro inovações na formulação e implementação das políticas públicas no setor energético, sintetizadas em 3 leis federais que foram aprovadas em 2010:

a) Estabelece novo regramento de regime de partilha de produção na área do Pré-Sal, tendo a Petrobras como operadora em todos os contratos e com a participação mínima de 30% no consórcio contratado. Entretanto, os contratos de concessão já estabelecidos serão preservados no mesmo marco normativo.

b) Cria um Nova Empresa Pública que será responsável pela gestão dos contratos de partilha de produção e de comercialização de petróleo e gás na área do Pré-Sal, zelando os interesses da União (Petróleo Petro-Sal S.A. – PPSA).

c) Cria um Novo Fundo Social para gerir os recursos de forma mais adequada, permitindo investimentos de porte, em especial, em programas sociais, de educação, de ciência e tecnologia, de modo a combater as debilidades sociais presentes na sociedade.

d) Estabelece a cessão onerosa à Petrobras do direito de exercer atividades de exploração e produção (E&P) de petróleo e gás natural em determinadas áreas do Pré-Sal, até o limite de 5 bilhões de barris, além de uma capitalização da Companhia.

A Petrobras prevê a “fase zero” de exploração do Pré-sal, ao priorizar a coleta geral de informações e mapeamento do pré-sal, até 2018. Entre 2013 e 2016 está prevista a “fase 1a”, com a meta de atingir 1 milhão de barris por dia. Após 2017, terá início a “fase 1b”, com incremento da produção e aceleração do processo de inovação. A Empresa informa que, a partir deste momento, é projetado o uso massivo de novas tecnologias especialmente desenhadas para as condições específicas dos reservatórios do Pré-Sal (Brasil, 2011a).

Entretanto, o Brasil ainda encontra desafios para conseguir se apropriar de todo o potencial que o Pré-Sal possui. Em um trabalho realizado pela Ernst & Young Terco com parceria com a FGV projetos (Brasil Sustentável, 2011) identificaram os 10 maiores desafios do Pré-Sal: Déficit de Capital Humano; Preocupação socioambiental; Inovação e tecnologia; Desafios e Custos operacionais; Conteúdo Local; Falta de regra tributária específica; Infraestrutura e gargalos logísticos; Marco regulatório; Volume de Investimentos; Execução de projetos de capital.

## **2.2 Regime de Concessão e Regime de Partilha**

---

### **2.2.1 Regime de Concessão**

---

De acordo com a Petrobras (2009), o modelo de concessão foi adotado pela lei 9.478/97, a qual regeu as atividades de exploração e produção de petróleo e gás natural. A mesma lei instituiu o conselho nacional de política energética (CNPE) – órgão que assessora o Presidente da República para formular políticas e diretrizes de energia – e a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP) – autarquia vinculada ao Ministério de Minas e Energia (MME) e criada para regular, contratar e fiscalizar as atividades dessa indústria.

Nesse sistema, as atividades são realizadas por conta e risco dos concessionários, sem interferência da União no ritmo dos projetos. Assim, as reservas pertencem à União até serem levadas à superfície, quando se tornam propriedade de quem as extraiu.

Para as atividades de exploração e produção, a ANP passou a promover leilões públicos (chamados de rodadas de licitação), abertos a empresas públicas e privadas, visando a assinatura de contratos de concessão. No sistema atualmente adotado pela ANP, vence a empresa ou consórcio que obtiver a maior pontuação em três fatores: o bônus de assinatura; o índice de nacionalização das compras de equipamentos e serviços para as atividades de exploração e desenvolvimento; e, finalmente, um programa de trabalho mínimo a realizar.

São quatro as participações governamentais previstas no modelo de concessão: bônus de assinatura (valor em dinheiro ofertado à União pelo direito de assinar um contrato de concessão); royalties (incidem sobre a renda bruta da produção e podem variar de 5% a 10%); participações especiais (alíquotas que variam de 10% a 40%, aplicáveis nos casos de grandes produções); pagamento pela ocupação ou retenção de área (o que a concessionária paga por área concedida).

Além das participações governamentais, o proprietário da terra onde se realize atividade de produção tem direito a 1% da receita bruta da produção de petróleo e gás natural.

A distribuição das participações governamentais ocorre entre a União, os estados e municípios, em percentuais variáveis, conforme definidos na lei e no decreto específicos.

### 2.2.2 Regime de Partilha

Em 22/12/2010 o Poder Executivo sancionou a Lei n.12.351, de 2010, que instituiu o regime de partilha, o qual foi a principal alteração do novo marco regulatório para a exploração o petróleo no país. Tal regime passou a substituir o antigo regime de concessão. (Springer, P. 2011).

De acordo com a Petrobras (2009), o sistema de partilha de produção será vigente nas áreas ainda não licitadas do Pré-Sal e naquelas que venham a ser definidas como áreas estratégicas<sup>7</sup> pelo CNPE.

Na partilha de produção, os riscos e atividades são assumidos pelos contratados, que serão ressarcidos apenas se fizerem descobertas comerciais. Esse pagamento é feito com o custo em óleo (chamado óleo-custo), em valor suficiente para ressarcir as despesas da(s) empresa(s) contratada(s). O restante da produção (excedente em óleo, chamado de óleo-lucro) é dividido entre a União e a(s) contratada(s). A propriedade do petróleo e gás produzidos será dividido entre a empresa (ou consórcios) que executa as atividades de E&P e a União, em porcentagens variáveis caso a caso.

Nesse regime, a União poderá celebrar os contratos de duas formas: exclusivamente com a Petrobras (100%), ou a partir de licitações, com livre participação das empresas, atribuindo-se à Petrobras tanta a operação como um

---

<sup>7</sup> Área Estratégica: região de interesse para o desenvolvimento nacional, delimitada em ato do Poder Executivo, caracterizada pelo baixo risco exploratório e elevado potencial de produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos (Lei n. 12.351/2010, art. 2, V).

percentual mínimo de 30% em todos os consórcios. Além disso, a Petrobras também pode participar das licitações, podendo aumentar a sua participação além da mínima estabelecida. Nos casos em que a exploração for exclusiva à Petrobras, o CNPE definirá o percentual mínimo do excedente em óleo que caberá à União, a partir de critérios propostos pelo Ministério de Minas e Energia.

Nas Licitações, vence a empresa que oferecer o maior percentual de excedente em óleo (óleo-lucro) para a União. Neste caso, a Petrobras deve acompanhar o percentual ofertado à União pela licitante vencedora. Também irão compor as receitas governamentais o bônus de assinatura e os *royalties*.

A opção pelo regime de partilha de produção construiu-se, sobretudo, a partir da compreensão governamental de que os riscos exploratórios (as chances de furar um poço seco) no polígono do pré-sal e nas áreas estratégicas são bem menores do que nas demais áreas exploratórias, sendo, dessa forma, o regime de concessão incapaz de garantir a justa participação do governo no rateio dessa riqueza. Uma opção que corrobora com o entendimento de que a renda petrolífera deve ser entendida como riqueza pertencente à sociedade brasileira (Gobetti, S. W. e Serra, R. V. 2011).

Sob o regime de partilha o Estado possui um maior controle sobre a operação realizada pelo contratante nas diversas etapas, produção e exploração, se comparado ao modelo de concessão. Outra vantagem é que com a inserção da cláusula de limitação de recuperação de custos pelo contratante é constituído um mecanismo eficaz aos interesses do Estado, porque garante a existência do *profit oil* arrecadado em favor do Estado, mesmo que o projeto não tenha lucratividade. Outra vantagem é que a fração do *profit oil* pertencente ao Estado pode assumir a forma progressiva, o que assemelha a uma participação especial, mas com a vantagem de que a recuperação de custos está, em regra, limitada por cláusula do contrato. Ademais, o contrato de partilha de produção permite a adoção do modelo de *joint venture* entre o Estado e o contratante, o que apresenta uma inegável vantagem de ordem financeira: quando o Estado possui mais recursos para investir do que as empresas, e quando consegue captar empréstimos a taxas bem menores do que as empresas, a capacidade de produção de petróleo resultante tende a ser maior (Gomes, C. J. V. 2009).

Entretanto, se não for negociada uma cláusula de barreira na recuperação de custos pelo contratante, a partilha não estimulará a eficiência. Outro fator importante a se contrastar, é que como os ativos (petróleo produzido) pertencem ao Estado, o valor de mercado das empresas contratadas cai, porque elas não poderão lançar em sua contabilidade tais ativos; isso pode dificultar a obtenção de recursos financeiros pelas empresas, a fim de conduzir os investimentos exigidos pelo projeto (Gomes, C. J. V. 2009)

O regime de partilha de produção deverá ampliar substancialmente o potencial de arrecadação sobre as novas áreas exploratórias, porém a distância que nos separa do primeiro óleo a ser produzido sob esse novo regime requer que sejam pensadas alternativas que consigam ampliar a arrecadação nesse hiato temporal, como tem buscado fazer outros países, repactuando contratos ou criando novos instrumentos tributários para adequar o *government take* à nova realidade econômica<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Daniel; Sunley, 2010 apud Gobetti, S. W. e Serra, R. V. 2011

## 2.3 Metas e Projeções

---

### 2.3.1 Metas

---

De acordo com a Petrobras (Petrobras, 2014a; 2014b; 2013b), o Conselho de Administração da Petrobras aprovou neste ano o Plano Estratégico Petrobras 2030 (PE 2030) e, detalhando os 5 primeiros anos deste plano, o Plano de Negócios e Gestão 2014-2018 (PNG 2014-2018) Tomando o contexto mundial e nacional, dando destaque para as repercussões da crise econômica mundial de 2008; o fenômeno *shale gas* e *tight oil* nos EUA que vem mudando a geopolítica da energia no Mundo; e as mudanças do marco regulatório brasileiro com a criação dos regimes de Cessão Onerosa e Partilha, a Petrobras definiu seus objetivos que orientam o Plano Estratégico Petrobras 2030.

O PE 2030 tem como premissa fundamental o crescimento da produção de petróleo da Petrobras até 2020 e sua sustentação no período 2020-2030, com o potencial de produzir em média 4,0 milhões de barris de óleo por dia, posicionando a empresa entre as cinco maiores empresas integradas de energia do mundo. Na fundamentação desta meta de produção, foram considerados diferentes ritmos de leilões a serem promovidos pelo Governo, de onde, a partir dos dados disponíveis de hoje, é estimado, que a produção do óleo no Brasil (Petrobras + Terceiros + Governo) alcançará a média de 5,2 milhões de bpd no período de 2020-2030.

A partir desta meta de crescimento da produção de óleo foram definidas as estratégias dos segmentos de negócios da Empresa, dos quais entre o Refino, Transporte, Comercialização e Petroquímica, deu-se destaque para a expansão da capacidade de refino de 3,9 milhões de bpd e com o crescimento da oferta de gás natural para o mercado brasileiro. Ademais, também se destaca o horizonte internacional do Plano, no qual se compromete em atuar em E&P, com ênfase na exploração de óleo e gás na América Latina, África e EUA.

Tendo em vista as projeções sobre a capacidade de produção e refino do Plano, o país deve se tornar autossuficiente na produção de petróleo em 2015 e atingir a autossuficiência na produção de derivados até 2020. Como pode ser observado pela Figura I.

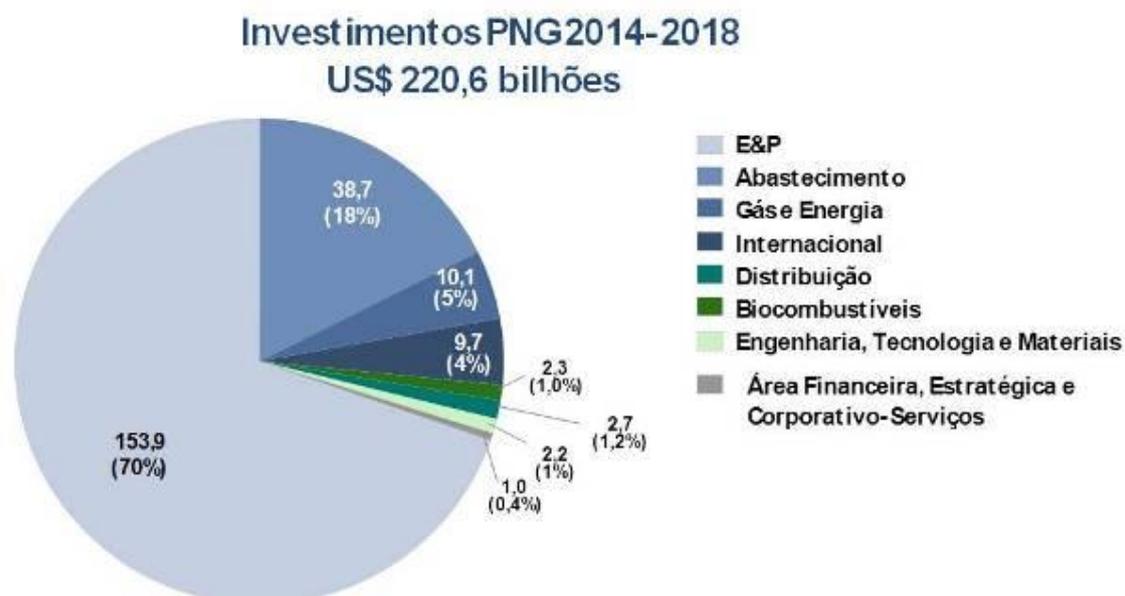
**FIGURA I – Expansão do Refino da Produção e da Demanda por Derivados no Brasil.**



Fonte: Petrobras - PNG 2014-2018

O PNG 2014-2018, alinhado ao PE 2030 e com foco no curto e médio prazo, totaliza investimentos da Petrobras de US\$ 220,6 bilhões. Outros US\$ 63,9 bi deverão ser aportados por empresas parceiras em projetos no Brasil, totalizando US\$ 283,6 bi. A distribuição dos investimentos feitos pela Petrobras pode ser melhor observada pela Figura II.

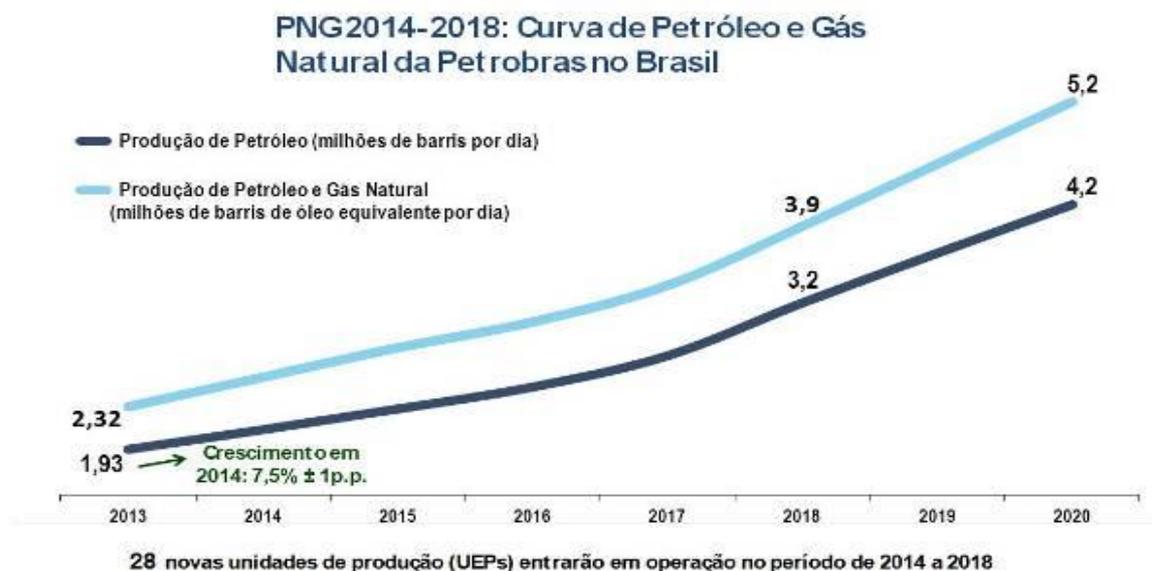
**FIGURA II – Investimentos no período entre 2014 e 2018 por Segmento**



Fonte: Petrobras - apresentação PNG 2014

No período de 2014 a 2018, 28 novas unidades de produção entrarão em operação, assegurando a produção de óleo de 3,2 milhões bpd em 2018, dentre a qual o Pré-Sal representará 52% da mesma. Em 2020 é planejado uma produção de 4,2 milhões de bpd. Tal meta está vinculada a algumas variáveis, como o desempenho da indústria de bens e serviços no Brasil e no exterior. Se acrescentarmos o gás natural, a produção total da Petrobras no Brasil será de 3,9 milhões boed em 2018, e 5,2 milhões de boed em 2020. Tais dados podem ser melhor observados pela Figura III:

**FIGURA III – Expansão da produção de petróleo e gás natural da Petrobras no Brasil**



Fonte: Petrobras - PNG 2014-2018

Em relação à financiabilidade do PNG 2014-2018, é tomado como premissas o retorno dos indicadores “Dívida Líquida/EBITIDA” e “Alavancagem” aos limites de 2,5 e 35% respectivamente, em até 24 meses. Além destas, outras como: Não emissão de novas ações; Convergência com Preços internacionais de derivados; e Parcerias e Reestruturação nos Modelos de Negócios também serão tomadas de plano de fundo.

A principal fonte de recursos será a geração operacional de caixa, a qual se espera crescimento de 2014 a 2018, e como, de acordo com as metas de produção, o aumento desta tornará o país exportador líquido em 2016, as receitas totais em Reais se beneficiarão de um aumento na taxa de câmbio e/ou de um aumento dos preços internacionais do petróleo.

Com isso, foi adotada uma análise mais rigorosa sobre a financiabilidade do PNG para os próximos 5 anos, com premissas: preços de petróleo decrescentes, preço do barril do petróleo (bbl) tipo Brent de US\$ 105/bbl em 2014, diminuindo para US\$100/bbl até 2017 e US\$ 95/bbl a partir de 2018; e de taxas de câmbio mais baixas, com uma taxa de câmbio média de R\$2,23/US\$ em 2014,

valorizando para R\$1,92/US\$ no período do plano (valores representados a preços constantes de 2014).

O relatório sobre commodities divulgado pelo World Bank (Baffes, J. Cosic, D., 2014) também projetou preços decrescentes (a preços constantes de 2010) para o barril do petróleo, saindo de US\$ 98,1/bbl em 2014 para US\$ 87,7/bbl em 2017, diminuindo para US\$83,1/bbl em 2020 e atingindo o valor de US\$ 76,0/bbl em 2025, até onde vão suas projeções.

Já no estudo feito pela parceria entre Ernst & Young Terco e FGV Investimentos (Brasil Sustentável, 2011), é estimado para 2020, a partir de simulações elaboradas pelo modelo metodológico Mipe (Modelo Integrado de Projeções Energéticas), um preço médio de 35% a 60% superior do que a média registrada em 2010 em termos reais, atingindo assim, US\$120/bbl a US\$134/bbl (a preços constantes de 2010).

Em relação à demanda, a análise feita pela AIE (Agência Internacional de Energia) para o período de 2008 a 2030, indicam que para o fornecimento e a demanda são projetados um crescimento de 1% por ano. (Natural Resources Canada, 2010)

Já no Energy Outlook 2030, é projetado um consumo de 104 milhões de barris por dia, mas em um crescimento lento, de apenas 0,8% por ano (BP Energy Outlook 2030, 2013).

Em seu cenário mais provável, a AIE estima que o comércio internacional de petróleo, em 2020, movimentará cerca de 42 milhões de barris/dia. A produção estimada de petróleo do Brasil, será de 4,4 milhões barris/dia, dos quais cerca de 1 milhão de barris/dia (22%), proveniente da camada pré-sal. Isso corresponde a um acréscimo de 2,3 milhões de barris/dia em relação à produção de 2010. Como o consumo previsto de petróleo deverá atingir 2,5 milhões de barris/dia, a agregação líquido do petróleo do Brasil ao mercado internacional será de 1,9 milhão de barris/dia. Esse volume representa o potencial de exportação do país a partir daquele ano (FGV Projetos, 2012).

A AIE, uma das principais fontes de informação sobre oferta e demanda de energia em todo mundo, divulgou em novembro do ano passado seu Panorama Mundial de Energia 2013 (World Energy Outlook 2013), no qual o Brasil teve destaque sobre seu papel futuro no comércio mundial de energia. A AIE prevê que a produção no Brasil atingirá 6 a 7 milhões de barris por dia e que seu consumo interno será de 3,5 milhões de barris por dia, em 2035. Prevendo que haverá um excedente exportável de petróleo brasileiro da ordem de 3 milhões de barris por dia em 2035 (Ghirardi, A. G, 2014)

A projeção oficial do governo brasileiro foi publicada através do Ministério de Minas e Energia (MME), no Plano Decenal de Expansão de Energia (PDE 2022). Nele o ministério projeta disponibilidade de excedente exportável de petróleo a partir de 2014, iniciando com média diária de 170 mil barris, ultrapassando um milhão de barris em 2018, e atingindo máximo de 2,3 milhões de barris em 2021. Há um declínio do excedente exportável a partir de 2022, último ano disponível na publicação (Ghirardi, A. G, 2014).

### 2.3.2 Projeções

---

Dada uma projeção de quantidade produzida, o valor dessa produção é resultado da multiplicação da quantidade pelo preço futuro. Este preço pode ser admitido ser igual ao preço do Brent no caso do pré-sal, visto que ao contrário da produção do pós-sal, o produto do pré-sal é entendido como leve e “doce” (SEFAZ-RJ, 2010)

Em relação as projeções dos preços do petróleo, o estudo feito pela parceria entre Ernst & Young Terco e FGV Investimentos (Brasil Sustentável, 2011) selecionou 7 condicionantes que terão influência determinante sobre a precificação do petróleo e do etanol nos mercados internacionais. São eles: 1. Ampliação da oferta do petróleo; 2. Ampliação da capacidade produtiva de etanol; 3. Políticas de subsídio à produção de etanol; 4. Medidas de eficiência e substituição energética; 5. Potencial de crescimento macroeconômico; 6. Cenário cambial; 7. Política de preços nacional.

Para objeto de estudo deste trabalho, serão analisados três cenários hipotéticos para o preço do barril de petróleo para o ano de 2020, o qual será tomado como referência por estar presente nas projeções analisadas previamente. Cada cenário tomará como referência tais projeções dos preços do barril do petróleo:

**Cenário A** – Plano de Negócios e Gestão da Petrobras 2014-2018, com o valor de **US\$95,0/bbl**;

**Cenário B** – relatório sobre commodities divulgado pelo World Bank (Baffes, J. Cosic, D., 2014), com o valor de **US\$83,1/bbl**;

**Cenário C** – Ernst & Young e FGV Investimentos (Brasil Sustentável, 2011), tomando o valor médio, entre as projeções de US\$120,0/bbl e US\$134,0/bbl, de **US\$127,0/bbl**.

Com o objetivo de se ter uma noção futura, mesmo que incerta, do valor da produção de petróleo, da qual o Pré-Sal terá um papel cada vez determinante,

também se tomará como base os dados relevantes às projeções de produção e exportação de petróleo para o ano de 2020. De acordo com as previsões feitas pelo MME em seu PDE 2022, o Brasil apresentará uma produção potencial de 5,11 milhões de bpd e um excedente de produção de 2,07 milhões de bpd (BRASIL, 2013a), como pode ser observada na Tabela I elaborada a partir de dados presentes em seu PDE 2022.

**TABELA I – Comparativo entre a previsão de produção e a demanda estimada de petróleo no Brasil no período entre 2013 e 2022**

RECURSO:	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>PETRÓLEO</b>	<b>milhões de barris diários</b>									
Produção Potencial	2,12	2,68	2,8	3,05	3,63	4,14	4,46	5,11	5,46	5,47
Demanda Estimada	2,44	2,51	2,57	2,65	2,73	2,83	2,93	3,04	3,16	3,29
Excedente	-0,32	0,17	0,23	0,41	0,9	1,31	1,53	2,07	2,3	2,18

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Empresa de Pesquisa Energética e do Ministério de Minas e Energia

A partir destes dados, podemos comparar os três cenários de preços do barril de petróleo em 2020 com as projeções de produção, demanda e excedente presentes no PDE 2022 para poder ter uma visão hipotética dos volumes de recursos que tais projeções representarão. De acordo com os dados apresentados no Quadro I referentes à produção de petróleo do Brasil para o ano 2020, podemos observar valores expressivos, com volumes de recursos que variam entre os intervalos de 155 bilhões até 237 bilhões de dólares, e de 62 bilhões até 96 bilhões de dólares, para os valores da produção anual e de excedente de exportação respectivamente.

**QUADRO I – Valores estimados da Produção de Petróleo no Brasil em 2020**

Valores (US\$)	Cenário A	Cenário B	Cenário C
<b>Preço do barril</b>	95,00	83,10	127,00
<b>Produção diária (milhões)</b>	485,45	424,64	648,97
<b>Produção anual (milhões)</b>	177.189,25	154.993,97	236.874,05
<b>Exportações diárias (milhões)</b>	196,65	172,02	262,89
<b>Exportações anual (milhões)</b>	71.777,25	62.786,21	95.954,85

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Petrobras, World Bank, Ernst & Young Terco e FGV Investimentos

Tomando como plano de fundo as metas e projeções do PNG 2014-2018 da Petrobras, as quais projetam uma produção de 4,2 milhões bpd para o ano de 2020, e também a importância que o Pré-Sal terá nesta produção, a qual foi avaliada de acordo com o informe da Petrobras “*pré-sal terá parcela crescente nesse aumento de produção. A marca de 1 milhão de bpd operada pela Petrobras no pré-sal será superada em 2017 e atingirá 2,1 milhões de bpd em 2020*” (PETROBRAS, 2013), correspondente a 50% da produção total. Podemos avaliar, dentro dos cenários estabelecidos, o volume de recursos que a produção da Petrobras e o Pré-Sal em específico movimentarão.

Observamos pelo Quadro II que a produção da Petrobras corresponderá mais de 80% do valor da produção diária nacional, atingindo valores que vão de 127 bi até quase 195 bi anuais.

**QUADRO II – Valores Estimados da Produção de Petróleo da Petrobras em 2020**

<b>Valores (US\$)</b>	<b>Cenário A</b>	<b>Cenário B</b>	<b>Cenário C</b>
<b>Preço do barril</b>	95,00	83,10	127,00
<b>Produção diária (milhões)</b>	399,00	349,02	533,40
<b>Produção anual (milhões)</b>	145.635,00	127.392,30	194.691,00

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Petrobras, World Bank, Ernst & Young Terco e FGV Investimentos

Já o valor da produção de óleo no Pré-Sal, corresponderá a 41% do total de produção de óleo do Brasil dentro dos valores de referência tomados, correspondendo a valores que se encontram na faixa que vai de 63 bi até valores superiores a 97bi, como pode ser visto no Quadro III.

### QUADRO III – Valores Estimados da Produção de Petróleo no Pré-Sal em 2020

Valores (US\$)	Cenário A	Cenário B	Cenário C
Preço do barril	95,00	83,10	127,00
Produção diária (milhões)	199,50	174,51	266,70
Produção anual (milhões)	72.817,50	63.696,15	97.345,50

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Petrobras, World Bank, Ernst & Young Terco e FGV Investimentos

Ao se comparar essas projeções com os valores das exportações totais e de *commodities* podemos visualizar melhor o que tais recursos podem representar – Exportações de bens em 2013: US\$242.179 milhões; Exportações de *commodities*: US\$137.575 milhões (BCB; MDIC – Ver Anexo III). Se compararmos somente os valores das projeções da produção de petróleo do Pré-Sal podemos ver que somente ele poderá representar de 26% até 40% das exportações totais de bens de 2013. Se restringirmos ao valor das exportações de *commodities*, essa produção representará de 46% até 70%.

Tal comparação é de grande importância para poder se ter uma noção de quanto que os recursos provenientes da produção do Pré-Sal poderá a representar para a economia, e, caso fosse utilizada somente para a exportação, impactaria na pauta exportadora brasileira. Tendo em vista o potencial de seus impactos, é de grande importância atentar para os efeitos macroeconômicos que tais recursos poderão trazer para o país, especificamente os prejudiciais que poderão desencadear ou intensificar uma “doença holandesa” no Brasil.

É importante destacar que tais projeções, por se tratarem de expectativas sobre o futuro, sofrem influência de vários determinantes e são baseadas em várias hipóteses, logo são caracterizadas por um certo grau de incerteza e são sensíveis ao sentimento do mercado no momento em que são feitas, além de serem sujeitas às alterações nas variáveis usadas como base.

Contudo, são ferramentas úteis em uma análise sobre cenários futuros, e necessárias para que se possa planejar as possíveis estratégias a serem tomadas para correlacionar as expectativas aos objetivos sócio-políticos e econômicos para o país.

## **2.4. Impacto dos Recursos do Petróleo sobre o Balanço de Pagamentos**

---

O Brasil vem sofrendo constantes déficits em sua Conta de Petróleo, impactando negativamente a Balança Comercial do país. Tal fato vem suscitando debates sobre a real capacidade da indústria do petróleo impactar positivamente na Balança Comercial e dos motivos pelos quais tais déficits vem ocorrendo.

O déficit em conta corrente aumentou US\$27,1 bilhões em 2013, em relação ao registrado no ano anterior. Essa evolução refletiu, em grande parte, a redução do superávit da balança comercial, de US\$19,4 bilhões para US\$2,6 bilhões, que, por sua vez, em grande parte se deveu à ampliação de US\$13,9 bilhões no déficit da Conta Petróleo e combustíveis<sup>9</sup> (Banco Central do Brasil, 2014b).

No entanto, a maior parcela da elevação do déficit no comércio de Petróleo e combustíveis refletiu o descompasso entre a oferta e demanda interna de petróleo e gás natural. Nesse sentido, enquanto a produção de petróleo bruto recuou no biênio 2012-2013 (de -1,8% para -1,9% em relação aos anos anteriores), o consumo interno de petróleo e seus derivados aumentou de modo significativo (de 3,6% para 6,4% em relação aos anos anteriores). Cabe destacar que a dinâmica da produção em parte se explica pela perda de produtividade na extração e pela intensificação de paradas técnicas para manutenção das plataformas; e a do consumo, pelos crescimentos da frota de automóveis e do transporte de mercadorias, e pelos preços da gasolina mais favoráveis ao consumidor, na comparação aos preços do etanol (Banco Central do Brasil, 2014b).

Neste cenário, as importações de gasolina e óleo diesel aumentaram, em 2013, enquanto reduziram-se as exportações de petróleo em bruto. As quantidades importadas e exportadas de combustíveis variaram 19,3% e -5,5% no ano, em relação a 2012, enquanto os preços recuaram 2,6% e 7,9%. A

---

<sup>9</sup> Considera petróleo, gás natural, carvão e seus derivados combustíveis

evolução da oferta de energia elétrica também contribuiu para o aumento do déficit comercial na conta de petróleo e combustíveis. Interromperam-se as exportações de energia elétrica e aumentaram as importações de gás natural (US\$6,7 bilhões, aumento de 37% em relação a 2012) destinadas a utilização por usinas termoeletricas. (Banco Central do Brasil, 2014b).

Em 2013, a importação de petróleo e derivados no país superou a exportação pela primeira vez desde 2004, segundo dados da Agência Nacional de Petróleo (ANP). Somente nos gastos com compra de gasolina e diesel no exterior, a alta foi de 22%. O aumento das importações e a queda da produção de petróleo afetou inclusive a balança comercial brasileira, que registrou em 2013 o pior resultado em 13 anos. As receitas com exportações da Petrobras caíram 37,4% na comparação com 2012, para US\$ 13,85 bilhões. (Alvarenga, D., 2014).

De acordo com a ANP, O Brasil deverá exportar um volume maior de petróleo do que importará em 2014, afirmou nesta terça-feira a diretora-geral da Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), Magda Chambriard, durante seminário da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp). Segundo ela, o país terá um "fluxo positivo de óleo cru" neste ano, após um período de fracas exportações e importações crescentes da commodity, que têm afetado a balança comercial do país, assim como as contas da Petrobras (EXAME, 2014).

Tomando como base o quadro de projeções tratadas nos tópicos anteriores sobre o potencial de crescimento da produção de petróleo, a possibilidade de se tornar autossuficiente e um dos maiores exportadores de petróleo nos próximos anos, iremos analisar o potencial que tais projeções terão em alterar a situação deficitária da Conta de Petróleo e combustíveis e os impactos que trarão ao Balanço de Pagamentos, utilizando os dados do último ano de 2013 como referência.

De início, baseados nas metas e projeções tratadas neste capítulo sobre a autossuficiência, já podemos deduzir que para o ano de 2020, quando se planeja atingir a autossuficiência de derivados, os déficits da Conta de Petróleo e combustíveis e seus impactos negativos sobre a Balança Comercial acabarão.

Ao analisarmos os valores estimados de exportações anual tratados nas projeções deste capítulo para o ano de 2020 (Quadro I), os quais correspondem aproximadamente aos valores estimados da produção do Pré-Sal, podemos prever que somente a exportação da produção de petróleo poderá alterar o quadro deficitário das Transações Correntes dos últimos 20 anos (exceto entre os anos 2003-2007, no qual foi superavitário) (Quadro IV). Como as projeções para os valores de produção e exportação de petróleo para os anos seguintes à 2020 tendem a se manter ou aumentar, tal alteração poderá tornar o saldo estruturalmente superavitário em Transações Correntes, caso não haja outra mudança drástica em sua composição atual.

**QUADRO IV – Saldo em Transações Correntes do Brasil 1990-2013**

<b>Data</b>	<b>Saldo (milhões US\$)</b>
1993	-675,9
1994	-1.811,20
1995	-18.383,70
1996	-23.502,10
1997	-30.452,30
1998	-33.415,90
1999	-25.334,80
2000	-24.224,50
2001	-23.214,50
2002	-7.636,60
2003	4.177,30
2004	11.679,10
2005	13.984,70
2006	13.642,60
2007	1.550,70
2008	-28.192,00
2009	-24.302,30
2010	-47.273,10
2011	-52.473,50
2012	-54.248,70
2013	-81.074,70

Fonte: BCB-Depec

Tendo em vista as perspectivas sobre os impactos positivos sobre o Balanço de Pagamentos analisados, como o fim dos déficits na Conta de Petróleo e combustíveis, a partir da conquista da autossuficiência de petróleo e derivados, e o saldo superavitário em Transações Correntes Estrutural; é importante, mais

uma vez, ressaltarmos à necessidade de planejar e tomar medidas para a neutralização dos impactos macroeconômicos negativos ocasionados pelo aumento do volume de divisas na economia, para se evitar a indesejável “doença holandesa”.

## **2.5 Considerações Finais**

---

As reservas de petróleo encontradas na camada de pré-sal do litoral brasileiro apresentam um enorme potencial de crescimento da produção de petróleo para o Brasil. As estimativas dessas reservas indicam um potencial de 70 a 100 bilhões de barris de óleo equivalente – boe. A exploração na área do Pré-Sal deve transformar o Brasil em um dos 10 maiores produtores de petróleo do mundo. A produção no Pré-Sal já está em andamento, chegando a produções médias de 484,4 mil boe por dia.

Devido à importância da descoberta dos campos do pré-sal e de seu caráter estratégico, já houveram alterações no Marco Regulatório do Pré-Sal, trazendo como principais pontos: o estabelecimento do regime de partilha de produção nas áreas ainda não licitadas do Pré-Sal e de áreas estratégicas; criação da Petróleo Petro-Sal S.A., estatal responsável pela gestão de contratos de partilha de produção e de comercialização de petróleo e gás na área do Pré-Sal; criação de um Fundo Social; o estabelecimento da cessão onerosa à Petrobras, com do direito de exercer atividades de E&P de petróleo e gás natural nas áreas do Pré-Sal com limites de até 5 bilhões de barris.

A partir desse contexto, foram trabalhadas também as metas e projeções de produção de petróleo no Brasil, com maior relevância à Petrobras e ao papel do Pré-Sal, realizadas pela própria Petrobras (PE 2030 e PNG 2014-2018) e por empresas e instituições nacionais e internacionais.

Um dos principais objetivos deste capítulo é o de traçar cenários futuros acerca do que tais metas e projeções poderão representar em volumes de recursos para a economia do país, e, a partir disso, poder se ter uma noção da importância e da magnitude dos impactos que tais recursos terão em nossa economia.

Por se tratarem de projeções sobre cenários futuros, tais valores estão atrelados a várias hipóteses e dependem de certas variáveis que podem se modificar até a data usada como referência. Entretanto, se fez uso das mesmas

para poder se ter uma ideia, mesmo que caracterizada por incerteza, de quanto esses volumes de produção, dado um preço internacional, poderão representar em recursos.

No mesmo capítulo também é tratado os conceitos sobre os regimes de concessão e partilha, além de tratar qual contexto que cada regime se insere. Destacando que a adoção de um regime não implica na eliminação do outro no âmbito nacional, tendo o Brasil a presença de regime misto de exploração e produção de petróleo e gás natural.

A importância para este trabalho da discussão desses dois regimes e suas diferenças se refere ao papel e as receitas governamentais que a União terá em relação as atividades nos campos do pré-sal, as quais estarão regidas (nas áreas ainda não licitadas) pelo regime de partilha. Pelo que foi exposto, a União (através da estatal criada Petróleo Petro-Sal S.A.) terá um papel mais ativo sobre as atividades de E&P, com um maior controle sobre o ritmo de produção; da comercialização do petróleo e gás natural extraídos; da compra e utilização de máquinas, bens e serviços necessários; e sobre a atividade das contratadas; ampliando assim a soberania nacional sobre as atividades relacionadas ao petróleo.

Além disso, outro fator de suma importância, é a possibilidade de aumentar as receitas governamentais advindas da exploração, produção e comercialização do petróleo, as quais o regime de partilha permite uma apropriação mais expressiva para a União. Tal aumento das receitas somados aos dividendos pagos pela posse de ativos da Petrobras em poder do Governo, nos leva a considerar um maior impacto que os recursos advindos da exploração dos campos do pré-sal terão na economia, já que uma maior parcela destes irão ser apropriados pela União, sob o regime de partilha.

Por fim, foi também exposto neste capítulo o recente debate sobre os impactos da Conta de Petróleo e combustíveis na Balança Comercial Brasileira. Tal debate traz o contraste entre a situação que vem ocorrendo nos últimos anos de déficits na Conta de Petróleo e combustíveis, causados pelo aumento da importação de derivados e a diminuição das exportações de petróleo bruto, e as

projeções de crescimento de produção, da autossuficiência de petróleo e derivados e a possibilidade do país se tornar um grande exportador de petróleo, a partir da descoberta das reservas de petróleo do Pré-Sal.

Entretanto, ao tomarmos como base as projeções realizadas sobre a produção do petróleo e o volume de recursos que ela representará e os dados do Balanço de Pagamentos do ano de 2013, observamos que a situação deficitária da Conta de Petróleo e combustíveis poderá se reverter devido à conquista da autossuficiência de petróleo e derivados, e as exportações de petróleo poderão gerar um saldo estruturalmente superavitário de Transações Correntes. Contudo, tais conquistas devem ser vistas com muita cautela, pois apesar dos impactos positivos, como a diminuição das importações e o aumento da entrada de divisas decorrentes do saldo estrutural superavitário nas Transações Correntes, também ocorrerão impactos negativos devido à apreciação cambial ocasionada pela entrada excessiva de divisas na economia, desencadeando a “doença holandesa”.

É devido a essas projeções que se faz necessário um melhor estudo e planejamento sobre os impactos que a expansão produção de petróleo, intensificadas pelo Pré-Sal, trarão à economia, de modo a neutralizar os malefícios que poderão causar/intensificar a “doença holandesa” em nossa economia.

### **3. Papel do Fundo Soberano sobre os Efeitos Negativos dos Recursos do Pré-Sal.**

---

Tendo em vista os impactos macroeconômicos negativos decorrentes da entrada excessiva de divisas na economia causadas pela exportação de um recurso natural, no caso o petróleo, e a necessidade de neutralizá-los, é essencial estudarmos o papel que os Fundos Soberanos vêm desempenhando na economia mundial, e a sua utilização como ferramenta de política econômica de modo a diminuir e/ou neutralizar tais efeitos danosos.

Vários países exportadores de *commodities* criaram Fundos Soberanos com os recursos provenientes dessas exportações de modo a transformá-los em ativos financeiros para a busca de objetivos distintos. Dentre estes, também se encontra a mitigação da apreciação cambial decorrente da entrada desses recursos na economia do país, como foi o caso emblemático do Fundo Soberano norueguês.

Por isso, é importante a análise dos Fundos Soberanos e das experiências internacionais na utilização dos mesmos; além de uma análise sobre a situação atual dos Fundos Soberanos criados no Brasil, para poder se ter uma ideia de como utilizar tal ferramenta de política econômica, de modo a evitar os impactos negativos de um saldo superavitário estrutural em Transações Correntes, e se a institucionalidade dos fundos existentes no Brasil são adequadas para tal; e, caso existam disparidades, identificar quais são as falhas e as mudanças necessárias para corrigi-las.

Deste modo, o capítulo será estruturado de modo a primeiramente estudar o conceito e os modelos de Fundos Soberanos (*Sovereign Wealth Funds*) existentes no mundo. Depois será tomado como base de análise para comparação o Fundo Soberano da Noruega, tanto pela maior transparência e por sua eficiência, quanto pelo fato de ter sido estudado na elaboração dos fundos criados no Brasil. Posteriormente, será feito um estudo sobre os Fundos Soberanos criados no Brasil, o Fundo Soberano do Brasil e o Fundo Social, de modo a analisarmos seus respectivos objetivos, institucionalidades e o estado atual em que se encontram. Por fim, será feita as considerações finais, expondo

sugestões de mudanças na institucionalidade dos fundos brasileiros e de novas fontes de financiamentos para os mesmos.

### **3.1 Conceito e Modelos de *Sovereign Wealth Funds* (Fundos Soberanos)**

---

Os *Sovereign Wealth Funds* (SWF's) são definidos como arranjos ou fundos de investimento com propósitos especiais, de propriedade do Governo<sup>10</sup>. Criado pelo Governo para propósitos macroeconômicos, os SWF's mantêm posse, gerenciam, ou administram ativos para atingir objetivos financeiros, e empregam um conjunto de estratégias de investimento que incluem investimentos em ativos financeiros estrangeiros.

Os SWF's são geralmente estabelecidos a partir de superávits da Balança de Pagamentos, operações oficiais de câmbio, em receitas de privatizações, superávits fiscais, e/ou receitas provenientes de exportações de *commodities*. Essas bases pelas quais são estabelecidos os SWF's refletem ambas experiências de criação dos mesmos: as receitas advindas das riquezas minerais; e a mais recente abordagem da transferência do “excesso de reservas”.

Essa definição exclui: ativos de reservas cambiais de posse das autoridades monetárias usados para as tradicionais operações de equilíbrio da Balança de Pagamento ou fins de políticas monetárias; operações de estatais em seus sentidos tradicionais; fundos de pensão e funcionários do Governo, ou ativos gerenciados para o benefício individual (IWG, 2008).

---

<sup>10</sup> A definição de Governo utilizada abrange tanto o Governo Central como as outras esferas de Governo (Estadual e Municipal)

De acordo com o Sovereign Wealth Funds Institute (2014) os SWF's podem ter sido originados de:

- **Commodities** – Criado a partir de exportações de *commodities*, seja tributada ou de propriedade do Governo.
- **Não Commodities** – Geralmente criada por meio da transferência de ativos das reservas oficiais de divisas

E também cada Fundo Soberano tem sua razão única de criação; além disso, todos fundos tem seus próprios objetivos.

Os objetivos comuns dos SWF's são:

- Proteger e estabilizar o orçamento e a economia do excesso de volatilidade das receitas de exportação.
- Diversificar das exportações de *commodities* não renováveis.
- Ganhar um retorno maior do que em reservas cambiais
- Ajudar as autoridades monetárias a dissipar a liquidez indesejada
- Aumentar a poupança para as gerações futuras
- Fundo de Desenvolvimento social e econômico
- Crescimento sustentável de capital a longo termo para países alvos
- Estratégia política.

Fundos Soberanos geralmente indicam que eles não participam diretamente nas políticas macroeconômicas, exceto em três casos (SWF Institute, 2014):

1. Transferência para o orçamento para necessidades excepcionais e específicas.
2. O saque de fundos para transferências para o Banco Central, em casos excepcionais de desequilíbrios da Balança de Pagamentos ou necessidades de política monetária. Neste caso, um fundo separado de curto prazo é reservado para esses fins
3. Estabilizar negócios nacionais ou empresas vitais para o interesse da economia.

De um modo geral, a medida que os países aumentam suas reservas cambiais eles irão procurar diversificar suas carteiras de reservas e gerar maiores retornos. Entre os anos de 2003 e 2008, os ativos dos SWF's dispararam devido ao aumento do preço das *commodities*, atribuídos, em maior parte, ao petróleo e gás. Desde do começo de 2005 até o fim de 2012, os ativos dos SWF's cresceram 59,1%. E desde 2005 até 2012, mais de 32 SWF's foram criados (SWF Institute, 2014). Podemos observar abaixo no Quadro V o rank dos 10 maiores SWF por ativos sob gestão.

**QUADRO V – Os 10 maiores Sovereign Wealth Funds por ativos sob gestão**

País	Nome do SWF	Ativos (Bilhões US\$)	Ano de Criação	Origem	Índice de transparência Linaburg-Maduell
<b>Noruega</b>	Government Pension Fund - Global	\$838,00	1990	Petóleo	10
<b>UAE - Abu Dhabi</b>	Abu Dhabi Investment Authority	\$773,00	1976	Petóleo	5
<b>Arábia Saudita</b>	SAMA Foreign Holdings	\$675,90	n/a	Petóleo	4
<b>China</b>	China Investment Corporation	\$575,20	2007	Não-Commodity	7
<b>China</b>	SAFE Investment Company	\$567,90	1997	Não-Commodity	4
<b>Kuwait</b>	Kuwait Investment Authority	\$410,00	1953	Petóleo	6
<b>China - Hong Kong</b>	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$326,70	1993	Não-Commodity	8
<b>Cingapura</b>	Government of Singapore Investment Corporation	\$320,00	1981	Não-Commodity	6
<b>Cingapura</b>	Temasek Holdings	\$173,30	1974	Não-Commodity	10
<b>Qatar</b>	Qatar Investment Authority	\$170,00	2005	Petóleo & Gás	5

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do SWF Institute

Alguns SWF's não são tão transparentes quanto outros. Por exemplo, Alguns SWF's podem divulgar as suas participações de investimentos periodicamente, enquanto outros fundos as mantêm privadas. Desde 2008, alguns SWF's têm tomado medidas para serem mais transparentes, com a esperança de dissipar temores de protecionismo. No Quadro V é usada a escala Linaburg-Maduell para medir a transparência dos SWF's. Esta escala vai de 1 (menor transparência)

até 10 (maior transparência), em ordem crescente de transparência (SWF Institute, 2014).

### 3.1.1 Classificações dos Sovereign Wealth Funds

Os Sovereign Wealth Funds podem ser classificados em (SWF Institute, 2014):

- ❑ Fundos de Estabilização (*Stabilization Funds*)
- ❑ *Savings Funds*/ Fundos para gerações futuras
- ❑ Fundos de Reserva para Pensão (*Pension Reserve Funds*)
- ❑ Fundos de Reservas para Investimentos (*Reserve Investment Funds*)
- ❑ SWF's de Desenvolvimento Estratégico (*Strategic Development SWFs*)

É importante destacar que não existe uma definição conceitual para os SWF's (USDT, 2007 apud Cagnin et al., 2008a). Na literatura disponível, o conceito ora se refere aos Fundos de Estabilização ora ganha características de *Saving Funds*. Na maior parte das vezes os SWF são formados a partir de reservas soberanas, como mecanismo de diversificar sua aplicação. Com a valorização recente das commodities, a gestão dos Fundos de Estabilização e *Saving Funds* tem se aproximado da gestão dos SWF's (Cagnin et al., 2008a).

#### 3.1.1.1 Fundos de Estabilização

Os Fundos de Estabilização foram criados por países cujas economias são dependentes da evolução do mercado externo de alguns poucos produtos, sujeitos a choques, decorrentes, em grande medida, das oscilações de preço. Esse é o caso das economias exportadoras de petróleo, com Emirados Árabes, Kuwait, Irã, Noruega, Rússia, Venezuela, entre outros países que, inclusive, têm sua dependência em relação a outras *commodities*, como o cobre no Chile. Na Noruega, por exemplo, as atividades relacionadas com o petróleo representavam 25% do PIB, 51% das exportações e 36% das receitas públicas em 2006 (Cagnin et al., 2008a).

O caráter estabilizador desses fundos envolve diferentes aspectos que juntos buscam atenuar os efeitos cíclicos dos mercados das principais *commodities* sobre o restante da economia. Assim, a operação desses fundos leva a uma maior estabilidade das receitas públicas, da taxa de câmbio e da liquidez doméstica (Cagnin et al., 2008a).

De maneira geral, os fundos de estabilização recebem aportes periódicos de recursos provenientes dos impostos sobre as atividades relacionadas à *commodity* principal. Dessa maneira, busca-se evitar a elevação excessiva dos gastos públicos financiados a partir das receitas adicionais obtidas com a fase expansionista do mercado internacional, o que levaria a déficits fiscais na fase contracionista do ciclo (Fasano, 2000 apud Cagnin et al., 2008a).

Em síntese, pode-se afirmar que os fundos de estabilização cumprem, direta ou indiretamente, as seguintes funções concomitantemente: financiamento da política fiscal anticíclica; estabilização da taxa de câmbio; e isolamento da política monetária (Cagnin et al., 2008a).

Na maioria das vezes, o caráter intergeracional dos *Saving Funds* também acompanha os Fundos de Estabilização. O fundo norueguês, por seu turno, caso emblemático das experiências dos fundos cambiais, consiste num fundo de estabilização que também possui o objetivo de conservação intergeracional de riqueza. Em 2006, o nome do fundo foi alterado de *Government Petroleum Fund* para *Government Pension Fund – Global* (GPF-G) para, inclusive, enfatizar seu caráter intergeracional (Cagnin et al., 2008a).

#### 3.1.1.2 Saving Funds

---

Em função do caráter não-renovável da fonte de riqueza constituída pelas jazidas minerais (petróleo, cobre, gás natural, etc.), muitos países têm criado um tipo específico de fundo cambial, os *Saving Funds*. Uma elevada carga tributária sobre as atividades relacionadas a esses recursos e a posterior transferência para o fundo garantiria o direito de apropriação dessa riqueza, agora sob forma de ativos financeiros, pelas gerações futuras (Cagnin et al., 2008).

### 3.1.1.3 Fundos de Reserva para Pensão

---

Governos formaram outras grandes reservas de ativos, em particular, para financiar as pensões públicas, que são geralmente referidas como Fundos de Reserva de Pensões Públicas. Há dois desses tipos de fundos: os criados e detidos diretamente pelo Governo (*Sovereign Pension Reserve Funds*, ou SPRF) e os que pertencem ao sistema de segurança social (*Social Security Reserve Funds*, ou SSRF). Este pode ser considerado um tipo de SWF com um mandato exclusivo para financiar as despesas com pensões públicas. Por outro lado, nem todos SSRF podem ser considerados SWF's. Alguns são legalmente independentes do Governo, e seus balanços não são integrados às contas do Governo para fins contábeis (tradução própria, Wignall et al., 2008).

### 3.1.1.4 Fundos de Reserva para Investimentos

---

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 (Cagnin et al., 2008a).

### 3.1.1.5 SWF's de Desenvolvimento Estratégico

---

É um fundo soberano que pode ser utilizado para promover metas econômicas ou de desenvolvimento nacional. É comumente aceito que a maioria dos fundos soberanos tenham objetivos comerciais, que são ganhos em retornos ajustados aos riscos positivos no seu conjunto de ativos (SWF Institute, 2014).

## **3.2 Fundo Soberano da Noruega**

---

Será realizado um estudo de caso sobre o Fundo Soberano da Noruega, para posteriormente se comparar este fundo com os fundos criados no Brasil.

A importância do estudo do Fundo Soberano Norueguês é devida a este modelo de Fundo Soberano ser um dos exemplos mais emblemáticos das experiências internacionais de fundos cambiais. Este Fundo logrou em ajudar a combater os efeitos da “doença holandesa” e também auxiliou o desenvolvimento de longo prazo da economia de seu país. Além disso, o contexto histórico de sua criação apresenta certas semelhanças com o contexto atual em que nosso país se encontra, de descobertas de grandes reservas de petróleo exploráveis.

Por tais motivos, e também pela maior quantidade de material disponível de informações sobre Fundo Soberano da Noruega, devido ao seu alto grau de transparência, tal Fundo foi elegido pelo Governo Federal como modelo de estudo para a criação do Fundo Soberano brasileiro.

As primeiras descobertas importantes de reservas de petróleo datam do início da década de 1970. Entretanto, foi somente a partir de 1975 que o volume de exploração torna-se relevante. Desde então que as discussões a respeito de diferentes aspectos que envolvem a exploração, taxação e utilização dos recursos tomaram-se mais intensas. (Estudos sobre o Pré-Sal, 2008)

A expressiva concentração da pauta de exportação da Noruega em relação ao petróleo e seus derivados se traduziu em forte correlação entre o desempenho das atividades petroleiras e a economia como um todo. A exploração do petróleo realizada por duas companhias de controle estatal, a Statoil e a Norsk Hydro, cujos conselhos de administração, em dezembro de 2006, recomendaram aos acionistas a fusão das duas companhias. O petróleo proporcionou grandes influxos de divisas para o país durante o período de 1979/1980, durante as altas no seu preço. No entanto, em momentos de queda drástica do preço do produto, como em 1986, proporcionou efeitos adversos,

reforçando a preocupação a respeito da instabilidade macroeconômica que as variações de preço poderiam causar (Cagnin et al., 2008a).

Tore Eriksen (2006) citado por Sias (2008), secretário geral do Ministério das Finanças norueguês, num trabalho de 2006 sobre o Fundo Soberano, disserta sobre as experiências vividas pelo governo norueguês e incorporadas na elaboração da política econômica atual.

*“Today’s formulation of economic policy reflects the experience gained and the lessons learnt in the two first decades of the petroleum era, the 1970s and 1980s. At the time, Norway experienced wide fluctuations in economic activity. Inflation became high and variable. The fluctuations were reinforced by oil price shocks and the use of expected state revenues from oil production. Actually, we spent a large share of our expected petroleum wealth in the 1970s and 1980s. Welfare schemes were expanded significantly. The designed pension system implied immensely increasing liabilities as the system would mature and the population age. Current public spending crowded out manufacturing industry. Domestic demand grew very rapidly, and a credit bubble developed. The bubble burst in 1986, simultaneously with a significant drop in oil prices. The consequences were severe with a recession that was deeper than would have been the case if we had maintained a larger and more competitive manufacturing sector” (Eriksen, T., 2006; p.5-6).*

O secretário descreve as largas flutuações na atividade econômica de seu país, intensificadas pelos choques no preço do petróleo e o uso das receitas públicas esperadas pela produção do petróleo. Os sistemas de seguridade social tiveram uma grande expansão, com destaque ao sistema de previdência, a demanda doméstica foi aquecida e uma “bolha” de crédito foi desenvolvida. Ele dá destaque para a perda do peso do setor manufatureiro em relação a indústria petroleira e ao setor público, e as consequências negativas que disso acarretam quando ocorrem períodos de recessão, causados pela queda do preço do petróleo.

Dessas preocupações a respeito da instabilidade macroeconômica causadas pelas variações do preço do petróleo surgiram iniciativas de criar um fundo de estabilização dos efeitos da volatilidade do mercado de petróleo sobre o restante da economia, que aplicaria as receitas fiscais provenientes da exploração desse mineral nos mercados financeiros internacionais (Cagnin et al., 2008a).

Assim, em 1990, o Parlamento norueguês (*Storting*) criou, a partir das receitas obtidas com a exportação de petróleo, um fundo de reservas, o *Government Petroleum Fund*,<sup>11</sup> que era controlado pelo Ministério das Finanças e cujas operações eram dirigidas por um setor específico do Banco Central. Em 2006, o fundo foi renomeado para *Government Pension Fund – Global* (GPF-G). A despeito da alteração no nome, os objetivos do fundo não foram alterados. O GPF-G compõe, juntamente com o *Government Pension Fund – Norway*<sup>12</sup> (GPF-N), um fundo ainda mais amplo que lhes dá nome, o *Government Pension Fund* (GPF), cujo objetivo é facilitar a formação de poupança pelo setor público, necessária para fazer frente à rápida expansão dos gastos com seguridade social (pensões e aposentadorias), assim como garantir a gestão de longo prazo das receitas provenientes do petróleo (Cagnin et al., 2008a).

O *Government Pension Fund - Global* está em primeiro lugar no *ranking* dos Fundos Soberanos, com o valor do volume de ativos de US\$ 838 bilhões, além de ter o mais alto índice de transparência de acordo com o Índice de transparência Linaburg-Maduell (Quadro V).

Os objetivos do *Government Pension Fund – Global* são três:

1. Proteger a política fiscal e monetária de desdobramentos das oscilações do preço do petróleo (meta de estabilidade);
2. Transformar recursos naturais de ativos reais em ativos financeiros, a fim de permitir que as gerações futuras possam ser beneficiadas (meta intergeracional);

---

<sup>11</sup> Por meio do Act on Government Petroleum Fund, n. 36, de 22 de junho de 1990

<sup>12</sup> O GPF-N substituiu o *Nacional Insurance Scheme Fund* e é gerido pelo Folketrygdfondet

3. Evitar a apreciação cambial e o demasiado aquecimento da demanda interna, com possíveis repercussões nos preços internos (meta de competitividade)<sup>13</sup>.

O fundo é capitalizado a partir de receitas fiscais da exploração do petróleo. Os instrumentos utilizados pelo governo são taxas, a rentabilidade proveniente da propriedade e licenciamento das reservas de petróleo e gás natural possuídas pela *State Direct Financial Interest (SDFI)*<sup>14</sup>, dividendos, taxas sobre emissão de CO2 e *royalties*. As taxas e os retornos da SDFI são as fontes mais relevantes, sendo responsáveis por cerca de 95% do fluxo de captação (Cagnin et al., 2008a).

O sistema de taxação sobre o petróleo recai sobre as receitas líquidas, sendo dedutíveis alguns gastos com investimentos. Em primeiro lugar incide a *Ordinary Corporate Tax* de 28%, que é aplicável a todas as empresas na Noruega. Das receitas líquidas são subtraídos os gastos com investimentos e depreciação, incidindo, então, sobre esse valor (receita ajustada) uma taxa de 50% referente a *Special Tax Rate*. Assim, em termos marginais, a apropriação da renda do setor pelo Estado pode chegar a 78%. O sistema norueguês, administrado pelo *Norwegian Oil Taxation Office*, tem se mostrado bastante eficiente no sentido de transferir renda das atividades petrolíferas ao Estado<sup>15</sup>

A divisão de responsabilidades, com relação ao GPF-G é bastante clara. O Ministério das Finanças é que determina os objetivos estratégicos a serem seguidos e supervisiona a gestão das operadoras; ele também é o responsável pela alocação estratégica dos recursos; define o portfólio *benchmark*<sup>16</sup>; estabelece os limites dos desvios com relação a esse *benchmark* e reporta os resultados obtidos pelo fundo ao Parlamento norueguês. Já o departamento específico do Banco Central da Noruega, *Norges Bank Investment Management*

---

<sup>13</sup> Gutierrez, 2005 apud Cagnin et al., 2008a

<sup>14</sup> A maior parte desses ativos é gerida pela Petoro S.A. desde 2001, quando a estatal *Stateoil* teve seu capital aberto. A Petoro tem a função de maximizar o valor dos ativos da SDFI por ela administrados (licença sobre cerca de 1/3 das reservas de petróleo e mais de ¼ da produção de petróleo e gás natural)

<sup>15</sup> Eriksen, 2006 apud CAGNIN et al., 2008a

<sup>16</sup> Portfólio benchmark pode ser definido como uma lista predefinida de valores mobiliários a serem usados para comparar o desempenho de um portfólio real

(NBIM) é responsável pela gestão operacional do portfólio; pela exposição a riscos e pelos custos de transação. Assim, o Ministério das Finanças estabelece um portfólio *benchmark*, a partir do qual o NBIM buscará obter a maior rentabilidade possível para níveis de risco semelhantes (Tabela VI) (CAGNIN et al., 2008a).

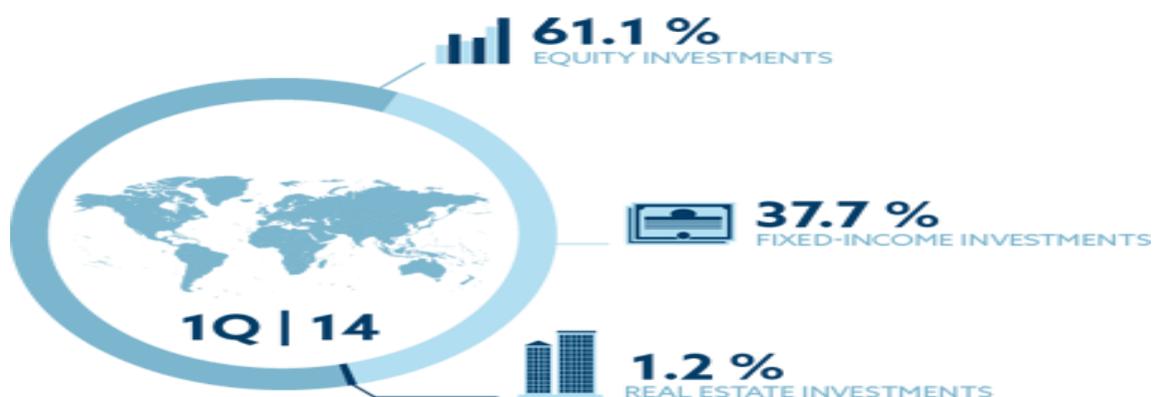
**QUADRO VI – Índices Benchmark para data 31 de março de 2014 (%)**

<b>Classe de Ativos</b>	<b>Índice Benchmark Estratégico</b>	<b>Índice Benchmark Real</b>
<b>Renda Fixa</b>	38,9	38,1
<b>Ações</b>	60	60
<b>Bens Imobiliários</b>	1,1	1,9
<b>TOTAL</b>	100	100

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do NBIM

O fundo detém 60% de seus ativos em ações, de 35% a 40% em renda fixa e o resto em bens imobiliários (até 5%). Os investimentos estão distribuídos globalmente fora da Noruega (não podem ser aplicados na Noruega) (Ver Figura IV). Dentre os títulos de renda fixa, 70% deles são alocados para títulos de governos e instituições afins, e 30% para títulos emitidos pelo setor corporativo. O Ministério das Finanças tem que estabelecer limites para até qual risco o NBIM pode tomar em seu gerenciamento ativo do fundo. O limite mais importante é expressado pelo *tracking error* esperado (volatilidade relativa) e estabelece um teto em relação a quanto o retorno esperado do fundo pode desviar do retorno do portfólio *benchmark*. O *tracking error* esperado é limitado a 1%. A rentabilidade ou prejuízo do portfólio do GPF-G deve ficar contido em um intervalo de 1% em relação ao rendimento do portfólio *benchmark*. (NBIM, 2014)

**FIGURA IV – Estratégia de Investimento do GPF-G – primeiro quarto de 2014.**



Fonte: NBIM (2014)

O NBIM usa serviços de gestores de capital externos (*external managers*) com experiência em mercados específicos para lidar com parte dos recursos do fundo. Esses agentes privados (bancos privados, corretores, etc.) se encontram em mercados e segmentos onde não é conveniente construir conhecimento interno e o potencial de retornos excedentes é considerável. Esses agentes (*mandates*) tipicamente cobrem investimentos em mercados emergentes e empresas de pequena capitalização em mercados desenvolvidos. O Fundo tinha 3.8% de seu capital sobre gestão externa no fim de 2013. (NBIM, 2014).

O fundo gerou um retorno anual de 5.7% entre 1 de janeiro de 1998 e 31 de março de 2014. Descontando os custos de gerenciamento e a inflação, o retorno anual foi de 3.7%. É importante considerar o impacto que a crise de 2008 teve sobre o retorno do fundo, o qual possui aproximadamente 60% de seu capital investido em ações, as quais sofreram uma queda abrupta de preços devido a crise. Em 2008, o retorno anual do fundo foi de -23.31%, puxado por um retorno nos investimentos em ações de -40.71% (NBIM, 2014).

O fundo recebe a totalidade das receitas públicas com origem nas atividades de petróleo e gás; entretanto, deve financiar o déficit do orçamento não-petróleo, isto é, a diferença entre as receitas advindas de impostos não relacionados às atividades petrolíferas e os gastos públicos. Assim, recursos só são incorporados ao patrimônio do fundo em caso de superávits orçamentários. Em março de

2001, as transferências do fundo ao orçamento público passaram a seguir diretrizes públicas, objetivando aumentar a transparência das operações. A principal medida foi limitar as transferências anuais para o orçamento público em 4% do patrimônio do fundo. Essa taxa representa o retorno real esperado anualmente sobre seus ativos, o que conservaria o valor do estoque de riqueza para gerações futuras. (Cagnin et al., 2008a).

Entretanto, o limite de 4% possui alguma flexibilidade. As transferências devem ser capazes de financiar a política fiscal anticíclica em momentos de recessão ou desaceleração econômica. Em 2005, por exemplo, as transferências totalizaram 6%. Taxa mais elevadas de transferências se não forem incompatíveis com os objetivos de *Saving Fund* do GPF-G, isto é, se acompanharem a expectativa de retorno do fundo, não devem minar a credibilidade do arranjo institucional criado para regular as relações com a política fiscal e ao mesmo tempo garantir maior capacidade de atuação como fundo de estabilização<sup>17</sup>.

Ademais, a decisão do volume de retirada anual do fundo está condicionada a outros fatores, como a estabilização da taxa de câmbio ou a tentativa de impedir a apreciação da taxa, ainda que o regime vigente seja de câmbio flutuante, em função do impacto sobre competitividade dos demais setores da economia norueguesa que não são relacionados ao petróleo. Segundo Gjedrem (2005) citado por Cagnin et al. (2008a):

*“(...) the Petroleum Fund and the fiscal rule shield the economy from fluctuations in oil prices and extraction rates. With an inflation target, inflationary pressures are steered using the interest rate, while the value of the krone fluctuates. Consequently, when decisions on the use of petroleum revenues are taken, weight must not only be given to long-term considerations and the distribution of wealth across generations, but also to developments in the real exchange rate and the competitiveness of the exposed sector over the short and medium term”*  
(Gjedrem, 2005; p.5).

---

<sup>17</sup> Gjedrem, 2005; Eriksen, 2006; apud CAGNIN et al., 2008a

Apesar da existência do fundo, a forte valorização do petróleo acabou apreciando a taxa nominal de câmbio. Gjedrem (2005) citado por Cagnin et al. (2008a) afirma, no entanto, que a taxa de câmbio nominal não necessariamente tem acompanhado o preço do petróleo em todos os períodos.

O GPF-G tem um conjunto de diretrizes éticas que são baseadas em dois elementos: assegurar que uma parcela razoável da riqueza do petróleo do país beneficie as gerações futuras, e não fazer investimentos que constituam um risco inaceitável de que o Fundo possa contribuir para atos anti-éticos ou omissões (trabalho escravo, omissões de direitos civis, etc.). Para implementar as diretrizes éticas, os seguintes mecanismos são empregados: I. Alcançar altos retornos sujeitos a riscos moderados; II. Exercer os direitos de propriedade associados às participações financeiras (feitas pelo Norges Bank); III. Excluir algumas empresas do universo de investimento (IWG, 2008).

### **3.3 Tipos de Fundos Soberanos existentes no Brasil**

Neste tópico do trabalho, irei discorrer sobre os dois fundos soberanos já criados no Brasil. Tratarei de suas criações, os objetivos por quais foram formulados, os métodos de financiamento de ambos, o mecanismo de sua gestão e outras características pertinentes. Os fundos soberanos existentes são: o Fundo Soberano do Brasil; e o Fundo Social.

O objetivo deste tópico é elucidar as características específicas de cada fundo, assim como seus respectivos objetivos, para poder posteriormente realizar uma análise a respeito das diferenças existentes entre os dois fundos soberanos do Brasil e o fundo norueguês. Com tal análise, poderemos destacar as diferenças entre os objetivos dos três fundos, assim como verificar algumas inadequações nos fundos brasileiros em relação a seus objetivos e, por fim, encontrar “caminhos” para uma readequação e reestruturação de seus objetivos e gerenciamentos de modo que passem a tomar um papel mais ativo sobre a economia brasileira, assim como o faz o Fundo Soberano Norueguês.

#### **3.3.1 Fundo Soberano do Brasil (FSB)**

##### **3.3.1.1 Contexto e Proposta**

A evolução da economia internacional após 2002 favoreceu os fluxos de divisas para as economias em desenvolvimento, seja por meio de fluxo 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 de *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 *Sovereign Wealth Funds*, ainda que rentabilizar seu patrimônio não seja objetivo primeiro dos *Saving Fund* ou dos fundos de estabilização.

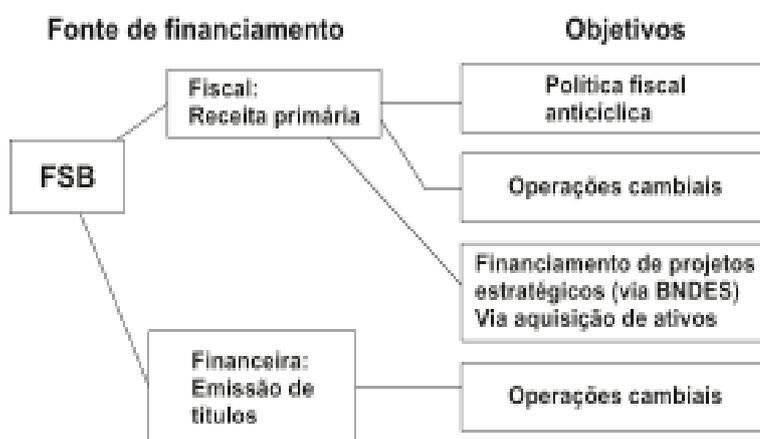
No Brasil, o cenário internacional se traduziu no expressivo acúmulo de reservas internacionais, melhorando, assim, seus indicadores de endividamento e de solvência externa e na apreciação da taxa de câmbio. A constituição de um fundo cambial (ou soberano) poderia auxiliar na gestão do elevado volume de ingresso e 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. 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 (Cagnin et al., 2008b).

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 que se reforçou a decisão de o Ministério da Fazenda propor a constituição de um fundo soberano para o país. 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: 1. Formar poupança pública; 2. Mitigar os efeitos dos ciclos econômicos; 3. Promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior; 4. Fomentar projetos de interesse estratégico do país localizados no exterior (Figura V). O FSB teria múltiplos objetivos, como descrito acima. Aparentemente, pelo menos na fase de formação do fundo, a dimensão fiscal, visando auxiliar o controle da inflação, assumiu preponderância (Cagnin et al., 2008b).

Em sua elaboração, 5 hipóteses foram levantadas acerca de como se daria o financiamento para a instituição do fundo: 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) (Cagnin et al., 2008b).

Entretanto, ficou proposto a capitalização do fundo a partir dos recursos provenientes da elevação da meta de superávit primário dos atuais 3,8% do PIB para 4,3% do PIB. Essa poupança adicional de 0,5% 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) (Cagnin et al., 2008b). É importante destacar, que no momento em foi proposta tal medida (maio de 2008) ainda não se contava com a necessidade do Governo assumir um papel mais ativo na tomada de medidas anticíclicas contrapor os efeitos da crise internacional deste mesmo ano.

**Figura V – Fonte de Financiamento e Objetivos do FSB**



Fonte: Conselho Político, Ministério da Fazenda 2008

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, ou seja, o país não teria as condições (recursos) para criar um fundo soberano. Outra crítica importante seria em relação ao custo de capitalização do fundo, pois como não há superávits primários suficientes para financiá-lo e o uso das reservas internacionais foi descartado, a capitalização seria por emissões de títulos de dívida (Tesouro Nacional), o que implicaria em um maior custo devido aos diferenciais nas taxas de juros domésticas e internacionais. (Pastore e Pinotti, 2008; Romero, 2007; Loyola, 2007).

O modelo proposto para o FSB abrangeria os seguintes itens: transparência, governança e rentabilidade. Com relação à transparência, além dos mecanismos

já instituídos pela legislação em vigor (TCU<sup>18</sup>, por exemplo), será criado um relatório de desempenho do Fundo a ser encaminhado semestralmente ao Congresso Nacional. No que diz respeito à governança, será constituído um conselho deliberativo do FSB que irá estabelecer a forma, o prazo e a natureza dos investimentos. A gestão será exercida pelo Ministério da Fazenda, e o FSB será operado por instituição financeira federal (Figura VI). Por fim, com relação à rentabilidade, a meta seria a taxa Libor<sup>19</sup> ponderada pelo risco de cada operação, ou seja, o *benchmark* será no mínimo a Libor (Ministério da Fazenda, 2008 apud Sias, R., 2008)

**Figura VI – Estrutura do Fundo Soberano do Brasil**



Fonte: Conselho Político, Ministério da Fazenda, 2008

Sias (2008) afirma que embora haja críticas à proposta do governo, o projeto é interessante por três aspectos:

1. Sinaliza a diminuição dos gastos governamentais, uma vez que os recursos do fundo virão, inicialmente, de um superávit primário maior, o que ajuda na contenção da demanda interna e facilita o trabalho do BACEN. Esses

<sup>18</sup> Tribunal de Contas da União

<sup>19</sup> London Interbank Offered Rate - é a taxa média interbancária contra a qual um grupo representativo de bancos se propõe efetuar empréstimos mutuamente no mercado monetário de Londres

fatores contribuem indiretamente para a redução da taxa de juros e, conseqüentemente, diminui-se a pressão baixista sobre a taxa de câmbio.

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

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

#### 3.3.1.2 Regulamentação e situação atual do Fundo Soberano do Brasil

---

O Fundo Soberano do Brasil, oficializado pela lei nº 11.887 (Ver ANEXO II), de dezembro de 2008, é um fundo especial de natureza contábil e financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda. O FSB tem como finalidades expressas na sua criação a promoção de investimentos em ativos no Brasil e no exterior, a formação de poupança pública, a mitigação dos efeitos dos ciclos econômicos e o fomento de projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior. Tais objetivos seguem os mesmos objetivos propostos em sua formulação.

O Decreto nº 7.055, de 28 de dezembro de 2009, regulamentou o FSB, estabelecendo que:

1. As aplicações em ativos financeiros no exterior deverão ter rentabilidade mínima equivalente à taxa Libor de seis meses
2. As aplicações em ativos financeiros no Brasil deverão ter a rentabilidade mínima equivalente à taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP, fixada pelo Conselho Monetário Nacional;
3. As demonstrações financeiras do FSB serão divulgadas semestralmente;
4. As aplicações do FSB serão realizadas em instrumento financeiros emitidos por entidades que detenham grau de investimento atribuído por, no mínimo, duas agências de risco;

O aporte inicial ao Fundo foi realizado em 30 de dezembro de 2008, por intermédio da emissão de 10.201.373 títulos de emissão do Tesouro Nacional, totalizando R\$ 14.243.999.595,36 a preços de mercado (aproximadamente o valor de 0.5% do PIB naquele ano). Naquela data, o FSB promoveu a integralização de cotas do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização<sup>20</sup> (FFIE). Este fundo é um fundo de patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista (União), de natureza privada, e está sujeito a direitos e obrigações próprias. Os recursos do FSB estão, atualmente, em sua totalidade, investidos em cotas do FFIE.

O Decreto nº 7.113, de 19 de fevereiro de 2010, instituiu o Conselho Deliberativo do Fundo Soberano (CDFSB). Esse Conselho é composto pelo Ministro de Estado da Fazenda, o Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil e a ele compete, dentre outras tarefas, orientar a aplicação e o resgate dos recursos do FSB; buscar a adequação quanto ao risco e retorno dos investimentos; aprovar projetos de interesse estratégico nacional, atendidas as melhores práticas de governança.

A Secretaria do Tesouro Nacional é a responsável pela gestão do FSB, pela coordenação da administração do FFIE, e por apoiar o CDFSB. Com a publicação do Decreto nº 7.050, de 23 de dezembro de 2009, criou-se na estrutura organizacional da Secretaria do Tesouro Nacional a Coordenação-Geral de Gestão do Fundo Soberano do Brasil (COFSB), subordinada à então Subsecretaria de Planejamento Fiscal, Estatística e Contabilidade, especificamente para exercer as atribuições inerentes à gestão do patrimônio do FSB.

A gestão do FSB compreende:

I – a realização de operações, a prática de atos que se relacionem com o objeto do FSB e o exercício dos direitos inerentes aos bens e direitos integrantes

---

<sup>20</sup> O regulamento do FFIE, a composição da carteira e os balancetes mensais, bem como o valor da cota, o patrimônio líquido, as aplicações e os resgates realizados no FFIE estão a disposição do público no sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na internet. Para mais informações, acessar [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

do Fundo, podendo a STN adquirir e alienar títulos dele integrantes, observados os dispositivos legais e estatutários e determinações do CDFSB.

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

III – a ação sempre no único e exclusivo benefício da União, empregando na defesa de seus direitos a diligência exigida pelas circunstâncias e praticando os atos necessários a assegurá-los, bem como administrando os recursos do FSB de forma judiciosa.

Em relação à sua transparência, o FSB tem suas demonstrações contábeis e os resultados de suas aplicações elaborados e apurados semestralmente. O Ministério da Fazenda ainda encaminhará trimestralmente ao Congresso Nacional o relatório de desempenho contendo, no mínimo, o valor de mercado dos ativos que compõem a carteira do FSB, separando os ativos externos e internos.

O fundo, conforme estabelece a legislação, também é submetido a auditorias do TCU e da Controladoria Geral da União (CGU). Além desses mecanismos o Tesouro Nacional criou uma página online, onde disponibiliza informações sobre o fundo, seus atos normativos, relatórios semestrais de desempenho, as demonstrações financeiras e as resoluções do Conselho; de modo a assegurar a transparência do FSB.

Em seu Relatório de Gestão do Exercício de 2011, é destacado que o FSB ainda se encontra em fase de estruturação de procedimentos, processos e rotinas operacionais. E diz que no exercício de 2011 foram obtidos alguns avanços, em especial quanto a estruturação do Fundo para a realização de investimentos no exterior e na melhoria dos processos de capacitação dos servidores do FSB.

No tocante à realização de investimentos no exterior, destaca-se a celebração do convênio entre a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e o BCB com vistas à operacionalização de leilões de compra e venda de moeda

estrangeira em nome do FSB. Tal instrumento permitirá que o FSB realize as operações utilizando os sistemas e a estrutura dos leilões do BCB já consolidados.

Durante o exercício de 2011, a totalidade de recursos do FSB permaneceu integralmente aplicada em cotas do FFIE que, por sua vez, manteve a alocação em ações do Bando do Brasil, da Petrobras, e em operações compromissadas junto ao BCB.

A composição dos Ativos do FSB aplicados em cotas do FFIE estão distribuídas integralmente em ações da Petrobras, do Banco do Brasil e em operações compromissadas com o BCB (Ver ANEXO IV). As ações do Banco do Brasil e da Petrobras representam 11,5% e 88,5% da carteira de ações à vista do FSB respectivamente.

No Balanço Patrimonial do FSB de 2010 para 2011, observa uma grande perda patrimonial de mais de R\$3 bilhões. Passando de R\$18.763 milhões, em 2010, para R\$15.545 milhões em 2011 (ANEXO V). No relatório explicado tal perda é explicada devido aos resultados das variações de preços das ações da Petrobras e do Banco do Brasil no período, decorrentes do cenário macroeconômico adverso<sup>21</sup>.

O FSB entrou em uma polêmica em relação ao investimento de aproximadamente R\$12 bilhões para a compra de ações da Petrobras, em 2010, para uma suposta capitalização da estatal. Tal operação resultou em uma perda de quase R\$4,4 bilhões, pois após uma desvalorização dos preços das ações, elas todas foram vendidas ao BNDES na baixa. Além disso, o retorno delas teria sido utilizado para se alcançar o superávit fiscal de 2012. (Mascarenhas, 2014).

Nesta mesma entrevista ao Jornal do Brasil, Francisco Lopreato, professor da Universidade Estadual de Campinas, reforça que a questão mais importante não é aquisição de papéis da estatal, que são importantes inclusive, ou ainda sua venda posterior para o BNDES por um preço inferior, mas, sim, o abandono

---

<sup>21</sup> Dados e Informações obtidos pelo site do Tesouro Nacional

da proposta original do plano, que possibilitaria, enfim, uma política anticíclica de longo prazo. Ele esclarece:

*"Naquela época, não só o Brasil mas outros países criaram esse tipo de fundo. No Brasil, foi feita essa aplicação de R\$ 14 bilhões e depois disso o Fundo foi simplesmente esquecido. É até estranho voltar à tona agora, só em época de eleição mesmo para ele surgir. Porque não se põe mais dinheiro nisso, pelo contrário, e esse fundo perdeu a relevância em termos de política econômica. Não estou dizendo que não seja importante acompanhar a gestão do fundo, mas ele perdeu o significado como um instrumento de política econômica"* (Mascarenhas, 2014; p.1).

Em contraposição, Roberto Simonard, professor de mestrado da Universidade Candido Mendes, defende que as ações adotadas com o Fundo Soberano são, sim, preocupantes, levando em conta a importância da diversificação dos investimentos no exterior e o caráter estratégico destes, e também o caráter político que parece ter guiado essa operação.

*"No caso do Brasil, reservas para investimento são uma coisa recente, do século 21. Resolvemos separar para fazer investimentos mais arriscados e estratégicos. Administrar o fundo com um viés político [sobre o repasse para atingir superávit de 2012], todavia, não tem nada a ver. A gestão deve ser profissional e guiada por análises bem feitas"* (Mascarenhas, 2014; p.1).

Em uma crítica mais fervorosa a tal operação e ao FSB, Talita Bautzer (Exame, 2014), afirma sobre a compra de ações da Petrobras pelo Fundo Soberano que: *"além de não ter nada a ver com os objetivos do fundo, esse investimento foi desastroso"*. Na mesma notícia diz que até a data da edição ninguém havia sido responsabilizado pelo prejuízo de R\$4,4 bilhões.

Também aponta que a melhora da rentabilidade do fundo em 2013 (9,5%) se deu por 80% do patrimônio do fundo estar aplicado numa conta do Tesouro, que rende 98% da Selic. E critica o fato da captação pagar a taxa Selic e estabelecer um retorno menor que a metade disso, de aproximadamente 5% ao ano – equivalente à taxa de juros TJLP. Nesta matéria, Ricardo Almeida, professor de finanças da escola de negócios Insper, fala: *"há um problema na concepção do*

fundo”. E termina por destacar que nenhum fundo soberano do mundo possui uma estratégia parecida.

O fato de pouco mais de 80% do patrimônio do Fundo se encontrar aplicado numa conta do Tesouro, se deveu a operação de transferência de R\$12,4 bilhões do fundo soberano para o caixa do Tesouro Nacional, restando apenas R\$2,854 bilhões no fundo. Tal operação foi confirmada pelo Secretário do Tesouro Nacional, Arno Agustin, e teve o objetivo de reforçar o caixa do Tesouro e ajudar o a meta de superávit primário de 2012 (Lima, 2013).

Em relação aos objetivos propostos pelo fundo, não podemos observar resultados nem um planejamento do fundo para alcançá-los. O fundo não está obtendo sucesso na formação de uma poupança pública, pois assim que foi aplicado seu aporte inicial nada mais foi investido nele, além de seus investimentos trazerem prejuízos bilionários e seus recursos estarem sendo usados para financiar superávits no orçamento público.

Junto a isso, sua capacidade de mitigar os efeitos dos ciclos econômicos fica inviabilizada. Além disso, até então não foram fomentados projetos de caráter estratégico para o país localizados no exterior. Seu objetivo de criar e promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior vem se restringindo a investimentos em ativos somente no Brasil, principalmente em empresas estatais, demonstrando uma influência do Governo sobre a política de investimento do fundo.

Ademais, nenhuma ação está sendo realizada no sentido de evitar a apreciação cambial por meio da compra de dólares, ou do investimento dos ativos do fundo no mercado internacional.

Concluindo, observamos que mesmo com a criação do FSB e o estabelecimento de seus múltiplos objetivos, ele não está tomando um papel de importância dentro da economia, tampouco possui algum comprometimento com as preocupações em relação efeitos prejudiciais da entrada de dólares intensificadas pela exploração do Pré-Sal. As debilidades aqui apontadas em relação à busca de múltiplos objetivos; ao limitado financiamento e sua característica de exigir um maior endividamento para crescer; ao fato de ainda

estar em fase de estruturação de processos, rotinas operacionais e de procedimentos; de não ter as relações com outras instituições definidas (BCB); e dos investimentos dúbios; percebemos que ainda há muito a se trabalhar no FSB para que ele tenha um papel mais ativo na economia, servindo como um instrumento de política econômica efetivo, além de poder ter êxito em alcançar os objetivos para quais foi criado.

### 3.3.2 Fundo Social

---

O Fundo Social (FS) foi criado frente as perspectivas do potencial das reservas do Pré-Sal e em meio às disputas sobre a apropriação dos seus recursos entre os estados/municípios produtores e não produtores e a União. Também foi respaldado pelo desejo utilizar os recursos provenientes do Pré-Sal para conseguir diminuir as mazelas históricas em relação à desigualdade, e conseguir o tão desejado desenvolvimento social e regional.

Instituído pela Lei nº 12.351 (Ver ANEXO I), de 22/12/2010, foi estabelecido que:

*Art. 47 – É criado o Fundo Social (FS) de natureza contábil e financeira, vinculado à Presidência da República, com a finalidade constituir fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma de programas e projetos nas áreas de combate à pobreza e de desenvolvimento: I – da educação; II – da cultura; III – do esporte; IV – da saúde pública; V – da ciência e tecnologia; VI – do meio ambiente; VII – de mitigação e adaptação às mudanças climáticas.*

*Art. 48 – O FS tem por objetivos:*

*I – constituir poupança pública de longo prazo com base nas receitas auferidas pela União;*

*II – oferecer fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma prevista no art. 47; e*

*III – mitigar as flutuações de renda e de preços na economia nacional, decorrentes das variações na renda gerada pelas atividades de produção e exploração de petróleo e de outros recursos não renováveis.*

Ou seja, o FS terá como objetivos: poupança, desenvolvimento e estabilização.

Os recursos que servirão para capitalizar o FS serão: o bônus de assinatura pelos contratos de partilha de produção; parcela do *royalties* que cabem à União estabelecidas nos contratos de partilha; os *royalties* e a participação especial das áreas localizadas no pré-sal contratadas sob o regime de concessão destinados à administração direta da União; a receita advinda da comercialização de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluídos da União; e os resultados das aplicações financeiras e outros recursos (Art. 49).

À Presidência da República, a qual o FS está diretamente vinculado, também cabe a definição da composição e o funcionamento do Comitê de Gestão Financeira do Fundo Social (CGFFS), o qual é o responsável pela política de investimento do FS, e o Conselho Deliberativo do Fundo Social (CDFS), o qual tem a atribuição de propor ao Executivo, ouvido os Ministérios afins, as prioridades e a destinação dos recursos resgatados do FS. O CGFFS terá em sua composição a participação assegurada do Ministro de Estado da Fazenda, do Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e do Presidente do BCB. Composição essa similar, pelo menos inicialmente, do CDFS (Romão, F. L., 2012).

Em relação a esta composição, cabe a crítica de que estão ausentes todos os ministros das áreas mais sensíveis às questões sociais. Tal fato causa preocupação, pois devido às finalidades e objetivos propostos para o FS, era de se esperar a presença e influência das áreas sociais dentro do CGFFS e do CDFS, demonstrando um desvio de importância e certa fragilidade na composição de poder que orientará os gastos escolhida pelo Poder Executivo para se chegar as finalidades por quais foi criado o FS.

A política de investimento do FS define que os *“investimentos e aplicações do FS serão destinados preferencialmente a ativos no exterior, com a finalidade de mitigar a volatilidade de renda e de preços na economia nacional”*. Além disso, os recursos a serem aplicados nos programas e projetos dispostos no Art. 47 *“deverão ser os resultantes do retorno sobre o capital”* (Art. 51) garantindo sua sustentabilidade econômica, ou seja, só serão aplicados os recursos provenientes dos rendimentos dos investimentos do FS, mantendo o seu

patrimônio e preservando seu objetivo de poupança, que servirá para gerações futuras.

Ainda na política de investimento, o Parágrafo único do Art. 51 “*Constituído o FS e garantida a sua sustentabilidade econômica e financeira, o Poder Executivo, na forma de lei, poderá propor o uso percentual de recursos do principal para a aplicação nas finalidades previstas no art. 47, na etapa inicial de formação da poupança do fundo*” abre espaço para o uso por interesses políticos dos recursos do FS. Pois como que poderá se definir quando a sustentabilidade econômica e financeira está garantida? Além disso, até quando será demarcado a “etapa inicial” de formação da poupança, na qual garantirá o uso de percentual de recursos? E nesta etapa, não seria de maior importância manter os recursos no fundo de modo a aumentar seu patrimônio e garantir sua sustentabilidade? Tais “brechas” nas definições podem facilitar o uso dos recursos do FS por motivos políticos (ganho de capital político, votos, etc.) e prejudicar os verdadeiros objetivos do FS.

Ainda na fase de elaboração do Projeto do Fundo Social, consultores jurídicos do Senado emitiram pareceres destacando algumas impropriedades com relação ao FS. Alertaram para uma melhor elaboração em relação ao excesso de poder dado ao CGFSS. Segundo os consultores, a lei deveria “*estabelecer parâmetros mínimos referentes à aplicação de recursos, bem como a política de saques*”. Outra preocupação referente a esta lei se deu em relação ao poder que o Executivo (Presidência da República), o qual “*poderá ser usado para barganhas políticas, concentrando mais poder em suas competências. Isso reforça ainda mais a necessidade da Lei prever, com maior precisão, os critérios de saques e aplicações dos fundos*” (Franca, R. B. F., 2011).

Em relação à gestão do FS, a destinação de recursos para os programas e projetos definidos como prioritários pelo CDFS, quais devem atentar critérios de redução das desigualdades regionais, é condicionada à previa fixação de metas, prazo de execução e planos de avaliação. Além de serem submetidos a avaliações criteriosas, quantitativas e qualitativas, durante todas as fases de execução, monitorando os impactos efetivos sobre a população e nas regiões de intervenção (Art. 58).

Infelizmente, até a data da publicação da matéria no G1, 31/08/2013, o Fundo Social não estava em operação, porque o documento que vai definir suas regras ainda não foi publicado. O ministério da Fazenda afirmou que “a *regulamentação está em andamento*”. Pela lei, não há prazo para que isso seja feito. Enquanto espera a regulamentação, o FS já acumulou R\$664.233.640,42, segundo dados da ANP (Moreno, A. C. 2013).

De acordo com a Lei nº12.351, várias definições ainda precisam ser feitas para que o FS finalmente comece a funcionar de fato. Dentre estas definições, estão a composição do CGFFS e do CDFS. Quando essas definições forem acertadas o comitê ainda precisará discutir onde investir o dinheiro principal do fundo, qual será a rentabilidade mínima esperada dessas aplicações e quanto dinheiro será resgatado todos os anos para a realização de investimentos sociais (Moreno, A. C. 2013).

Algumas intervenções foram realizadas nos últimos anos desde a aprovação da Lei nº12.351, por parte do Executivo e também do Legislativo que alteraram as fontes de financiamento do FS e também de sua política de investimento. Foi sancionada, sem vetos, a Lei nº12.858 (Quadro VII), 2013, pela presidenta Dilma Rousseff que destina 75% dos *royalties* para a educação, e os outros 25% para a saúde. Os recursos serão aplicados progressivamente. O primeiro repasse aconteceria ainda no mesmo ano, no valor de R\$770 milhões; chegando a R\$19,96 bilhões, em 2022; e ao total de R\$112,25 bilhões, em dez anos (BRASIL, 2013b).

Os *royalties* que serão destinados para educação e saúde se referem apenas aos novos contratos da União com comercialidade declarada a partir de 3 de dezembro de 2012. *Royalties* de campos em atividade há mais tempo, como nos estados produtores do Rio de Janeiro e Espírito Santo continuarão a ser aplicados pelos governos estaduais (Costa, F. 2013).

Em relação ao Fundo Social, ficou determinado que 50% do capital do FS será utilizado para a educação, ao contrário da proposta original do Governo Federal, ratificada pelo Senado, de que 50% do rendimento do fundo seria aplicado na educação. Tais recursos serão alocados para a educação até que

se atinjam as metas do no Plano Nacional de Educação (PNE), o qual inclui um percentual de investimento de 10% PIB; e para a saúde. Após atingidas as metas, o fluxo de dinheiro do FS para as duas áreas será diminuído (BRASIL, 2013b).

**QUADRO VII – As mudanças no projeto original dos *royalties***

Mudanças	Período em relação à aprovação da Lei 12.858	
	Antes	Depois
<b>Distribuição dos royalties</b>	100% para educação	75% para educação e 25% para saúde
<b>Destinação dos recursos</b>	dos contratos assinados a partir de 3 de dezembro de 2012	dos contratos com "declaração de comercialidade" a partir de 3 de dezembro de 2012
<b>Fundo Social</b>	50% dos rendimentos para educação	50% do Fundo para educação

Fonte: Elaboração própria, Câmara dos Deputados

Tais intervenções modificaram a fonte de financiamento do FS que teria a participação dos *royalties* em sua composição, fato que diminuirá uma parcela considerável de sua capitalização. Elas também direcionarão os recursos provenientes das participações especiais para aplicação das mesmas nas áreas de educação e saúde.

Além disso, ao meu ver, a modificação que mais impactará sobre o FS será a destinação de 50% do capital do FS para investimentos na educação, pois além de implicar em uma forte redução de seu patrimônio, na medida em o Fundo crescerá na metade da razão previamente estabelecida, implicará em uma injeção de parte de seus recursos em divisas na economia, o que prejudicará seu objetivo de estabilização, tanto nas variações de renda e de preços como de gastos fiscais, que sofrerão maior influência das oscilações de preço do petróleo, além de uma menor influência sobre a valorização da taxa de câmbio.

Logo, tanto seu potencial de crescimento como também suas capacidades para se alcançar os objetivos propostos pelo FS foram restringidas de modo significativo.

Concluindo, é preocupante o estado atual em que se encontra o FS. Com seu regulamento ainda “*em andamento*”, e a falta de uma lei que demande um prazo

de conclusão e responsáveis por sua execução, temos somente uma conta na qual estão sendo depositados os recursos que virão a ser utilizados pelo FS. Também não podemos saber se tais recursos estão sendo aplicados em investimentos rentáveis, e se tal rentabilidade será reaplicada. Enquanto aguarda definições para início de seu funcionamento pleno, seus fundos e suas fontes de recursos já estão sendo realocados, por decisões do Executivo e do Legislativo, para áreas dadas de maior importância no momento atual.

Mesmo estas áreas que tais recursos estão sendo alocados (educação e saúde) sejam de grande importância, e façam parte das finalidades do FS, é importante atentar que enquanto o Fundo não estiver em funcionamento com suas diretrizes definidas e não tomar um papel ativo na economia, no qual possa ser destacado sua importância, nada impediria que seus recursos fossem realocados para algum outro assunto emergencial (ex: déficit fiscal; crise previdenciária; superávit primário; etc.) para o Governo vigente, através de outras políticas discricionárias, podendo fragilizar e desmobilizar ainda mais o Fundo.

É necessário que o Executivo tome uma postura mais ativa e comece a definir a composição do CGFFS e do CDFS para que possam ser estabelecidas as diretrizes de investimento do FS e iniciar seu funcionamento. Seria prudente não esperar até que a entrada de recursos provenientes do petróleo se torne expressiva para que o assunto do FS volte a ter maior urgência, pois teremos assim um fundo soberano desestruturado e fraco para assumir um papel de grande importância.

### **3.4 Considerações finais**

---

Neste tópico serão expostos argumentos em defesa de uma reestruturação dos fundos soberanos brasileiros – FSB e FS – tomando como base as informações e críticas expostas nos tópicos anteriores deste capítulo, de forma que tais fundos tenham a estrutura e funcionamento alinhados com as futuras demandas que o Brasil exigirá, principalmente no sentido de evitar/neutralizar alguns possíveis males econômicos que o país poderá sofrer nos próximos anos e de atuar no desenvolvimento social para diminuir as mazelas históricas advindas da forte desigualdade socioeconômica do país. Tais efeitos só serão possíveis caso esses assuntos voltem a ter importância na pauta da política econômica e social e que se façam planejamentos adequados para a busca de viabilidade para eles.

Será tomado como base para a elaboração de ideias de reestruturação dos fundos soberanos brasileiros o Fundo Soberano da Noruega, o *Government Pension Fund – Global*, o qual logrou em neutralizar boa parte dos efeitos danosos da entrada de recursos advindos da exploração de um recurso natural e também em socializar a riqueza entre a população atual e futura do país. Entretanto, é importante destacar, desde já, as assimetrias existentes entre a Noruega e o Brasil, no que diz respeito ao nível de solidez e desenvolvimento de suas Instituições e ao contexto socioeconômico e político.

### 3.4.1 Fundo Social

---

Sugestões de reestruturação e medidas sugeridas por esse trabalho:

- I. Atrair aos objetivos do Fundo o de evitar a apreciação cambial e o demasiado aquecimento da demanda interna, com possíveis repercussões nos preços internos (objetivo presente no GPF-G). Tal objetivo é de grande importância para reforçar a defesa do país em relação efeitos de uma “doença holandesa” e a competitividade do setor industrial.

Apesar de ser um dos objetivos implícitos do FS evitar uma “enxurrada” de divisas na economia, ele não está colocado dessa forma na Lei que rege o Fundo. Logo, tal objetivo pode não permear as ações e os planejamentos tomados pelos órgãos que irão gerir o Fundo, ou simplesmente ser negligenciado. Como exposto, o peso das decisões sobre o uso das riquezas deve considerar os efeitos sobre a apreciação cambial e a competitividade dos setores não relacionados ao petróleo no curto e médio prazo.

Como foi destacado nesse capítulo, o uso de 50% do capital do Fundo Social para investimentos na educação, apesar de ser um investimento positivo para o desenvolvimento do país, prejudica não só o objetivo de estabilização já presente no Fundo, como também a capacidade do fundo de evitar a apreciação cambial e o aquecimento da demanda. Fato que implicaria em uma maior dependência das políticas discricionárias do Banco Central para retirar os dólares da economia de modo a evitar a apreciação cambial, aumentando, assim, a pressão sobre o aumento da dívida pública.

- II. Outra medida que seria eficiente seria o uso dos recursos em moeda doméstica para a compra de dólares que já se encontram dentro da economia do país. Com isso, aumentaria a retirada de dólares da economia e os aplicariam na capitalização do fundo; além disso, atuaria junto com Banco Central no processo de esterilização de dólares, diminuindo a pressão de crescimento da dívida pública.

- III. É necessário, com urgência, se definir a composição do CGFFS e do CDFS e de se finalizar o regulamento e as últimas definições restantes para que se possa pôr em funcionamento o Fundo Social, o qual já vem acumulando recursos. Dado o fato de que o Fundo ainda não iniciou suas atividades fica mais complicado propor metas de redefinição e reestruturação das diretrizes de investimento, já que não há base para propor alterações. Ainda assim, seria virtuoso adotar posturas semelhantes às aquelas tomadas pelo Fundo Soberano norueguês, no que diz respeito ao controle, administração e gestão de seus investimentos. Por exemplo, as diretrizes gerais de investimentos, como a rentabilidade e o nível de volatilidade tolerados, são definidos pelo Banco Central e pelo Ministério das Finanças, podendo escolher o que e quando vender. Demonstrando um maior grau de independência em relação ao Executivo.
- IV. A composição do Comitê de Gestão Financeira e do Conselho Deliberativo do Fundo Social deveria possuir como obrigatório a presença de ministros das áreas mais sensíveis às questões sociais, devido às finalidades propostas pelo Fundo. Caso houver restrições ao número de pessoas que podem compor o Comitê, escolhessem os ministros das maiores pastas, ou das questões sociais definidas prioritárias para o projeto de longo prazo do país.
- V. Necessidade de revisão criteriosa da Lei que criou o Fundo Social, no que diz respeito à política de investimento, sobre o estabelecimento de parâmetros mínimos e critérios mais precisos referentes à aplicação e saque dos recursos. Tal mudança visa diminuir o excesso de poder dado ao Executivo e ao CGFFS sobre o FS. Essa influência pode acabar prejudicando a execução dos objetivos propostos pelo fundo devido a interferência, por motivos políticos ou de mudança de diretrizes do Governo, sobre a política de investimento do fundo ou sobre os fins buscados.

- VI. Ainda em relação à política de investimento, seria interessante que os investimentos e aplicações do FS se restringissem (ao invés de terem preferência) a destinos em ativos no exterior, assim como está definido ao GPF-G. Tal mudança, reforçaria o objetivo do fundo de mitigar a volatilidade de renda e de preços na economia nacional, a qual possuiria um maior isolamento das oscilações de preço do petróleo. Outra vantagem, que traz destaque neste trabalho, seria uma maior proteção contra os efeitos da “doença holandesa” já que evitaria que os recursos do fundo em divisas entrassem na economia por meio de investimentos e aplicações em ativos nacionais.

Outro ponto por qual esta mudança é interessante é o maior grau de diversificação dos investimentos no exterior, os quais não estariam atrelados ao crescimento econômico do país, provendo certa proteção ao capital do fundo em momentos de recessão na economia. Além disso, evitaria o uso dos recursos com viés políticos, por meio de favorecimento de certas empresas ou para elevação do capital de estatais.

- VII. Adoção de medidas que visem preservar e assegurar as fontes de recursos do FS. Bem como já foi mencionado, tanto os *royalties* e as participações especiais como 50% de seu capital poderá ser usado para aplicações na área social. Como a Lei já foi sancionada, o objetivo seria criar novos mecanismos que preservassem as fontes de recursos restantes e os outros 50% do capital do fundo, para evitar que surjam novas demandas sobre os recursos do fundo o descapitalizando ainda mais. E também, evitando que os recursos em divisas entrassem em maior volume na economia, aumentando a pressão sobre a apreciação cambial.
- VIII. Estabelecer diretrizes éticas (direitos humanos) que iriam servir de plano de fundo às decisões tomadas em relação ao controle e gestão do FS. Tais diretrizes iriam ajudar manter o uso dos recursos do Fundo em uma direção compatível com suas finalidades, e também ajudaria a evitar que fossem investidos recursos em ativos de empresas aéticas e as que violassem direitos civis.

- IX. Contratação de serviços de gestores externos de capital. As vantagens desses serviços: expertises em mercados e segmentos cuja realização pelo próprio Fundo significa custos elevados; diminuição de custos de gestão por concorrência; maior independência em relação à aplicação dos recursos do fundo, salvo os limites de risco pré-estabelecidos; aumento da diversificação da carteira de ativos.

### 3.4.2 Fundo Soberano do Brasil

---

Assim como já foi exposto, o FSB vem se desviando de seus objetivos originais pelos quais foi criado, e vem perdendo, cada vez mais, sua relevância em termos de política econômica. Diminuindo, assim, a capacidade de enfrentar os efeitos de crises interna ou externas, logo seu principal significado como instrumento de política econômica.

Pelo modo como vem sendo gerido, o FSB está servindo apenas para o investimento de ativos no Brasil, mais especificamente para a compra de ações de empresas estatais que necessitaram de capitalização e para financiar metas de superávit primário. Junto a isso, sua débil capacidade de financiamento, que tem uma captação custosa (por pagar a Selic) e se mostrou “finalizada” (pois não houve mais aportes de capital), restringe ainda mais a capacidade de recuperação de atuação do fundo.

Seria mais interessante a aplicação do que ainda resta do FSB (20%) no Fundo Social, e concentrar todos os esforços do Governo na reestruturação, planejamento e fiscalização de um só Fundo Soberano, o Fundo Social. Tal escolha se dá tanto pela a situação em que o FSB se encontra de “esquecimento” e distanciamento dos seus objetivos, quanto pela visão exposta de que os objetivos percorridos pelo FS trarão um maior benefício ao desenvolvimento socioeconômico do país.

Entretanto, caso fosse definido que seria mais vantajoso ao país manter o FSB devido as funções e objetivos por ele desempenhados e buscados, haveria espaço para propostas de reestruturação em sua Lei, tais como:

- I. Com urgência, estudar a possibilidade e viabilidade de outras fontes de financiamento, que impliquem em um custo de captação menor do que o atual.

- II. Redefinir e estabelecer limites à sua política de investimento. Evitar seu uso para financiamentos de superávits primários e para operações e investimentos que trarão benefícios localizados ao Governo ou a uma empresa estatal, como vem ocorrendo. A exemplo do Fundo norueguês, no qual as políticas de investimento passaram a seguir diretrizes públicas que implicaram em um limite máximo de 4% para as transferências do fundo ao orçamento público. Tal medida visava um melhor planejamento do orçamento do governo, evitar o uso impróprio dos recursos do fundo e manter o patrimônio do fundo.
- III. Assim como foi proposto ao FS, também teria que estabelecer diretrizes éticas.

## 4. Conclusão

---

Avaliando as diversas informações e perspectivas trazidas neste trabalho, se conclui que os fundos soberanos existentes, tanto o Fundo Soberano do Brasil quanto o Fundo Social, a despeito das virtudes de reforçar o superávit primário e direcionar recursos para área social, não possuem as institucionalidades adequadas para mitigar os possíveis impactos macroeconômicos negativos decorrentes de uma “doença holandesa” provocada, ou intensificada, pelo crescimento das exportações de petróleo e gás natural, advindo das descobertas das reservas do Pré-Sal.

Para isso, e também para fazer frente às futuras demandas sociais e de desenvolvimento econômico que nosso país exigirá dos mesmos, principalmente no sentido de mitigar/neutralizar os efeitos de uma provável “doença holandesa”, torna-se necessário redesenhá-los e adequá-los no sentido de torná-los instrumentos de política econômica eficientes em mitigar/neutralizar uma apreciação cambial, assim como foi feito pelo Fundo Soberano norueguês, o qual enfrentou essa situação ao definir de modo criterioso sua política de investimento e acesso aos seus recursos, impedindo o uso discricionário de seu patrimônio para atender emergências atuais e operando de forma a evitar a valorização cambial.

Com isso, haveria uma diminuição da dependência em relação às políticas discricionárias do Banco Central para “enxugar” os dólares da economia, com impactos negativos sobre a dívida pública.

Neste sentido, é recomendável regulamentar e melhorar a institucionalidade e funcionamento da política de investimento dos fundos de modo que os direcionem para também evitar uma apreciação cambial, com possíveis repercussões negativas na indústria do país. Além disso, tais medidas também seriam dirigidas à preservação e asseguuração das fontes de financiamento dos fundos, em conjunto com uma postura de investimento que evitasse que os ativos do Fundo fossem aplicados diretamente na economia, o que aumentaria a pressão sobre a apreciação cambial.

Os recursos do Fundo que seriam aplicados na área de redução da desigualdade e desenvolvimento social e regional teriam que ser obtidos a partir do rendimento dos investimentos financeiros do Fundo, e não do seu capital principal. Neste sentido, os impactos sobre a apreciação cambial seriam reduzidos e conseguiríamos manter uma fonte de recursos a serem aplicados nas áreas sociais a longo prazo, perpassando o período de duração das reservas de petróleo.

Ademais, com uma institucionalidade solidificada e um funcionamento alinhado a consecução dos objetivos para os quais foram criados, também se espera, além de suas finalidades de política econômica, um papel importante nas mudanças estruturais requeridas para o enfrentamento das mazelas históricas de desigualdade social em nosso país, com perspectiva de correção do passivo e com visão de longo prazo, de modo a transformar essa riqueza em recursos naturais potenciais em uma riqueza intergeracional, dirigida ao desenvolvimento socioeconômico sustentável do país.

## 5. Referências Bibliográficas

---

- Agência Nacional de Petróleo e Gás, 2014 – Disponível em - <http://www.anp.gov.br/?pg=70601&m=pr%E9-sal&t1=&t2=pr%E9-sal&t3=&t4=&ar=0&ps=1&cachebust=1400197638161> - acessado em 15/05/14
- Alvarenga, D. **Petrobras gastará 140% mais com importação de combustível até 2020**. G1. São Paulo, 25/02/2014 – Disponível em <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2014/02/petrobras-gastara-140-mais-com-importacao-de-combustivel-ate-2020.html> - acessado em 19/05/2014.
- Banco Central do Brasil, 2014a – Disponível em [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)
- Banco Central do Brasil, 2014b. **Impacto da Conta de Petróleo e Combustíveis sobre a Balança Comercial**. Relatório de Inflação. março 2014 – Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2014/03/ri201403b7p.pdf> - acessado em 14/05/14
- Bautzer, T. **O Fundo Soberano do Brasil é um desastre**. Exame, 05/05/2014. Disponível em <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1064/noticias/deixa-no-cdb-arno?page=2> - acessado em 30/05/14
- Biancarelli, A. **Uma nova realidade do setor externo brasileiro, em meio à crise internacional**. redeD. Texto para discussão nº13. Dezembro de 2012.
- Brasil, 2009a. Ministério das Minas e Energia – Disponível em - [http://www.mme.gov.br/mme/menu/pre\\_sal.html](http://www.mme.gov.br/mme/menu/pre_sal.html) - acessado em 13/05/14
- Brasil, 2009b. Ministério das Minas e Energia – Disponível em - [http://www.mme.gov.br/mme/galerias/arquivos/noticias/2009/10\\_outubro/Cartilha\\_prx-sal.pdf](http://www.mme.gov.br/mme/galerias/arquivos/noticias/2009/10_outubro/Cartilha_prx-sal.pdf) - acessado em 13/05/14

- Brasil, 2011a. Disponível em - <http://www.brasil.gov.br/infraestrutura/2011/12/novas-reservas-estao-em-estagio-inicial-de-exploracao> - acessado em 13/05/14
- Brasil, 2011b. Disponível em - <http://www.brasil.gov.br/governo/2011/04/fundo-soberano-do-brasil-online-segue-tendencia-mundial> - acessado em 26/05/14
- Brasil, 2013a. Ministério de Minas e Energia, Empresa de Pesquisa Energética. Plano Decenal de Expansão de Energia 2022. Brasília: MME/EPE, 2013. Disponível em <http://www.epe.gov.br/Estudos/Documents/PDE2022.pdf> - acessado em 10/05/14
- Brasil, 2013b. **Sancionada lei que destina royalties do petróleo para Saúde e Educação.** Portal Brasil. 09/09/2013. Disponível em <http://www.brasil.gov.br/governo/2013/09/sancionada-lei-que-destina-royalties-do-petroleo-para-saude-e-educacao> - acessado em 28/05/14
- Brasil, 2013c. **Confirmado primeiro Leilão do Pré-Sal para outubro.** Portal Brasil. 05/09/2013. Disponível em <http://www.brasil.gov.br/economia-e-emprego/2013/09/confirmado-primeiro-leilao-do-pre-sal-para-outubro>. Acessado em 28/05/14.
- Brasil Sustentável. **Perspectivas dos mercados de petróleo, etanol e gás.** Ernst & Young Terco e FGV Projetos. 2011.
- Bresser Pereira, L. C.; Marconi, N; Oreiro, J. L. .Dutch Disease. **Capítulo 5 de Structuralist Development Macroeconomics**, Londres: Routledge, a ser publicado.
- Bresser Pereira, L. C.; Marconi, N. **Existe “doença holandesa” no Brasil?** In “doença holandesa” e Indústria. Editora FGV, 2010. pp. 207-230.
- BP Energy Outlook 2030. Disponível em <http://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/statistical->

[review/EnergyOutlook2030/BP\\_Energy\\_Outlook\\_2030\\_Booklet\\_2013.pdf](#)

f - acessado em 16/05/14

- Cagnin, R. F.; Macedo Cintra, M. A.; Farhi, M.; Gomes de Almeida, J. S. **O debate em torno dos fundos cambiais: experiências internacionais**, texto para discussão, IE/UNICAMP, n. 150, novembro de 2008a.
- Cagnin, R. F.; Macedo Cintra, M. A.; Farhi, M.; Gomes de Almeida, J. S. **O debate em torno da criação de um Fundo Cambial no Brasil**, texto para discussão, IE/UNICAMP, n. 152, novembro de 2008b.
- Carvalho, V. R. S. Lima, G. T. Santos, A. T. A. **A restrição externa como fator limitante do crescimento econômico brasileiro: um teste empírico**. Anpec. 2005.
- Corden, W. Max e Neary, J. Peter, 1982. **Booming sector and de-industrialization in a small open economy**. *Economic Journal* 92: 825-848.
- Costa, F. **Câmara aprova royalties para saúde e educação e texto vai à sanção**. G1. Brasília, 14/08/2013. Disponível em - <http://g1.globo.com/politica/noticia/2013/08/camara-aprova-royalties-para-saude-e-educacao-e-texto-vai-sancao.html> - acessado em 25/05/14.
- Gobetti, S. W. e Serra, R. V. **Novo Marco Regulatório do Petróleo: desafios na transição do regime de concessão para o regime de partilha**. Tópicos Especiais de Finanças Públicas – XVI Prêmio Tesouro Nacional, 2011 – Disponível em [http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio\\_TN/XVIPremio/financas/2tefpXVIPTN/Tema\\_4\\_2.pdf](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/XVIPremio/financas/2tefpXVIPTN/Tema_4_2.pdf)
- Eriksen, Tore. **The norwegian petroleum sector and the government pension fund – global**. Ministério das Finanças da Noruega, Secretária Geral. Oslo, 2006.

- EXAME. **Brasil exportará mais petróleo do que importará em 2014.** São Paulo, 20/05/2014). – Disponível em <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/brasil-exportara-mais-petroleo-do-que-importara-em-2014> - acessado em 21/05/2014 - acessado em 25/05/14
- FGV PROJETOS. **O Mercado do Petróleo: Oferta, Refino e Preço.** Rio de Janeiro, FGV, ano 05, n. 15, abril, 2012. Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/9816/Petroleo.pdf?sequence=1>
- Franca, R. B. F. **O Fundo Social do Pré-Sal.** Advocacia Fontes. Brasília, 2012.
- Fundo Soberano do Brasil – Tesouro Nacional. Disponível em [http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/fundo\\_soberano/index.asp](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/fundo_soberano/index.asp) - acessado em 27/05/14
- Ghirardi, A. G. <http://www.cartacapital.com.br/blogs/outras-palavras/petroleo-brasileiro-previsoes-de-ano-novo-9236.html> - acessado em 15/05/14.
- Gomes, C. J. V. **O Marco Regulatório da Prospecção de Petróleo no Brasil: O Regime de Concessão e o Contrato de Partilha de Produção.** TD 55, Brasília, março 2009 – Disponível em <http://www12.senado.gov.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-55-o-marco-regulatorio-da-prospeccao-de-petroleo-no-brasil-o-regime-de-concessao-e-o-contrato-de-partilha-de-producao>
- IWG. **Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles”.** October 2008
- Konchinsk, V. **Exploração do Pré-Sal deverá gerar mais de 2 milhões de empregos até 2020, prevê estudo.** Agência Brasil. 16/08/2011 – Disponível em <http://memoria.ebc.com.br/agenciabrasil/noticia/2011-08->

- [16/exploracao-do-pre-sal-deve-gerar-mais-de-2-milhoes-de-empregos-ate-2020-preve-estudo - acessado em 12/05/14.](#)
- Lamucci, S. **Evitar a valorização excessiva do câmbio é grande desafio**. VALOR. São Paulo. Setembro de 2009. Disponível em - <http://blogdofavre.ig.com.br/2009/09/opiniao-de-especialista-o-modelo-brasileiro-do-pre-sal-deve-ter-a-saude-norueguesa-como-uma-referencia-para-evitar-a-doenca-holandesa/> - acessado em 28/06/14.
  - Lima, D. **Tesouro confirma resgate de recursos do Fundo Soberano para reforçar superávit primário em 2012**. Agência Brasil. 04/01/2013. Disponível em <http://memoria.etc.com.br/agenciabrasil/noticia/2013-01-04/tesouro-confirma-resgate-de-recursos-do-fundo-soberano-para-reforcar-superavit-primario-em-2012> - acessado em 24/05/14.
  - Loyola, G. **Fundo soberano aumenta risco macroeconômico**, Valor Econômico, São Paulo, 10 de dezembro de 2007. – Disponível em [http://www.economia.puc-rio.br/gfranco/SWF\\_loyola.htm](http://www.economia.puc-rio.br/gfranco/SWF_loyola.htm) - acessado em 25/05/14
  - Losekann, L.; Periard, T. **Projeções do Pré-Sal: O Brasil será um petro-estado?** Blog Infopetro. 20 de maio de 2013. Disponível em <https://infopetro.wordpress.com/2013/05/20/projecoes-do-pre-sal-o-brasil-sera-um-petro-estado/>. Acessado em 15/05/14.
  - Mascarenhas, P. **Fundo Soberano do Brasil divide opinião de especialistas**. Jornal do Brasil, 21/05/2014. Disponível em <http://www.jb.com.br/economia/noticias/2014/05/21/fundo-soberano-do-brasil-divide-opiniao-de-especialistas/> - acessado em 30/05/14
  - Moreno, A. C. **À espera de regulamentação o Fundo Social acumula R\$664 milhões**. G1. São Paulo, 31/08/2013. Disponível em <http://g1.globo.com/educacao/noticia/2013/08/espera-de-regulamentacao-fundo-social-acumula-r-664-milhoes.html> - acessado em 25/05/14.

- Nakahodo, S. N. e Jank, M. S., 2006. **A falácia da doença holandesa**. Documento de Pesquisa. São Paulo: Instituto de Estudos do Comércio e Negociações Internacionais. Mimeo.
- Norges Bank Investment Management. Disponível em - <http://www.nbim.no/en/the-fund/> - acessado em 24/05/14
- Nassif, A., 2008. **Há evidências de desindustrialização no Brasil?** Brazilian Journal of Political Economy, vol. 28, n.1 (109), pp. 72-96, January-March.
- Natural Resources Canada, **Long Term Outlook: Crude Oil Prices**, in Energy Publications, 2010. Disponível em <https://www.nrcan.gc.ca/energy/publications/markets/6511> - acessado em 16/05/14.
- Oreiro, J.L & Feijó, C., 2010. **Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro**. Revista de Economia Política, Vol.30, n.2.
- Petrobras, 2009. **Marco Regulatório de Exploração e Produção de Petróleo e Gás: 30 Perguntas e Respostas**. 2009
- Petrobras, 2013a. Disponível em - <http://fatosedados.blogspot.com.br/2013/04/11/sete-plataformas-da-petrobras-iniciam-operacao-em-2013/>
- Petrobras, 2013b. Disponível em <http://fatosedados.blogspot.com.br/2013/04/18/autossuficiencia-em-petroleo-respostas-ao-globo/>. Acessado em 13/05/14.
- Petrobras, 2014a. Disponível em - <http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/plano-estrategico-2030-e-plano-de-negocios-e-gestao-2014-2018.htm> - acessado em 13/05/14

- Petrobras, 2014b. Disponível em -<http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/plano-de-negocios-e-gestao-png-2014-2018-investimentos-de-us-220-6-bilhoes.htm> - acessado em 13/05/14
- Petrobras, 2014c. Disponível em <http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/investimos-us-100-bilhoes-na-industria-naval-brasileira.htm> - acessado em 13/05/14
- Petrobras, 2014d. **Plano de Negócios e Gestão da Petrobras 2014-2018**. Disponível em - <http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/apresentacoes/webcast-resultados-2013-plano-estrategico-2030-e-png-2014-2018.htm> - acessado em 13/05.14
- Petrobras, 2014e. Disponível em <http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/producao-de-petroleo-no-pre-sal-cresceu-4-e-foi-recorde-em-abril.htm>. Acessado em 13/05/14.
- Pastore, Affonso C.; Pinotti, Maria C. Dois erros de política econômica, *Valor Econômico*, São Paulo, 19 de maio de 2008 – Disponível em <http://www.acpastore.com/acpastore/busca/Detail.aspx?ID=145> - acessado em 25/05/14
- PwC. **O Conteúdo Local nos empreendimentos de petróleo e gás natural**; Uma sondagem PwC. Setembro de 2012. Disponível em [http://www.pwc.com.br/pt\\_BR/br/publicacoes/setores-atividade/assets/oil-gas/pesq-pwc-conteudonacional-12.pdf](http://www.pwc.com.br/pt_BR/br/publicacoes/setores-atividade/assets/oil-gas/pesq-pwc-conteudonacional-12.pdf). Acessado em 28/06/14.
- Romão, F. L. **Pré-Sal, Desenvolvimento e Controle Social**. 36º Encontro Nacional da ANPOC. GT05 Desenvolvimentos em Perspectivas – teorias, experiências e projetos políticos. São Paulo. 21-25 de outubro de 2012
- Romero, Cristiano. Fundos soberanos são fundos fiscais. *Valor Econômico*, São Paulo, 24 de outubro de 2007. – Disponível em <http://www.gvces.com.br/index.php?r=noticias/view&id=95799&0%5Bidio>

[ma\\_id%5D=&0%5Bidnoticia%5D=&0%5Bidusuario%5D=&0%5Btitulo%5D=&0%5Btexto%5D=&0%5Bdatacad%5D=&0%5Bdatapub%5D=&0%5Bpublicado%5D=1&0%5Bfonte%5D=&0%5Bautor%5D=&0%5Bidfonte%5D=&0%5Bidtipo%5D=&0%5Bidioma%5D=&0%5Burl\\_referencia%5D=&0%5Bdestaque%5D=](#) - acessado em 25/05/14

- Rossi, P. Biancarelli, A. Conti, B. **Análise: Problema nas contas é sintoma da fragilização da indústria.** Folha de São Paulo. São Paulo, 13/03/2013. Disponível em - <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/03/1251206-analise-problema-nas-contas-e-sintoma-da-fragilizacao-da-industria.shtml> - acessado em 30/06/14.
- Schutte, G. R. **Panorama do Pré-Sal: Desafios e Oportunidades.** IPEA. Texto para discussão 1791. Brasília, novembro de 2012.
- Sias, R. **O Fundo Soberano Brasileiro e suas Implicações para a Política Econômica.** Revista do BNDES, V.15, N. 30. Rio de Janeiro, dezembro de 2008
- Springer, P. Qual a diferença entre regime de partilha e regime de concessão na exploração do petróleo? **Brasil Economia e Governo.** 14/03/2011
- Sovereign Wealth Funds Institute, 2014 – Disponível em <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> - acessado em 15/05/14.
- 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](http://www.treasury.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/2007_Appendix-3.pdf) – acessado em 17/05/14.
- Tolla, L. M. **Fundo Soberano do Brasil: Um caso atípico?** 2010. Tese de Monografia – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.

- Wignall, A. B.; Hu, Y.; Yermo, J. **Sovereign Wealth and Pension Funds Issues**. Financial Markets Trends. OECD, 2008. Disponível em <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/40196131.pdf> - acessado em 20/06/14.
  
- World Bank – Disponível em [http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/GEP/GEP2014a/Commodity\\_Markets\\_Outlook\\_2014\\_January.pdf](http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/GEP/GEP2014a/Commodity_Markets_Outlook_2014_January.pdf) - acessado em 15/05/14

## 6. ANEXOS

---

### 6.1 ANEXO I – Lei nº12.351, de Dezembro de 2010 – Cap. VII – Fundo Social

---

#### DO FUNDO SOCIAL - FS

##### Seção I

##### Da Definição e Objetivos do Fundo Social - FS

Art. 47. É criado o Fundo Social - FS, de natureza contábil e financeira, vinculado à Presidência da República, com a finalidade de constituir fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma de programas e projetos nas áreas de combate à pobreza e de desenvolvimento:

I - da educação;

II - da cultura;

III - do esporte;

IV - da saúde pública;

V - da ciência e tecnologia;

VI - do meio ambiente; e

VII - de mitigação e adaptação às mudanças climáticas.

§ 1º Os programas e projetos de que trata o caput observarão o plano plurianual - PPA, a lei de diretrizes orçamentárias - LDO e as respectivas dotações consignadas na lei orçamentária anual - LOA.

§ 2º (VETADO)

~~§ 3º Do total do resultado a que se refere o caput do art. 51 auferido pelo FS, cinquenta por cento deve ser aplicado obrigatoriamente em programas e projetos direcionados ao desenvolvimento da educação, na forma do regulamento. (Incluído pela Medida Provisória nº 592, de 2012)~~

Art. 48. O FS tem por objetivos:

I - constituir poupança pública de longo prazo com base nas receitas auferidas pela União;

II - oferecer fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma prevista no art. 47; e

III - mitigar as flutuações de renda e de preços na economia nacional, decorrentes das variações na renda gerada pelas atividades de produção e exploração de petróleo e de outros recursos não renováveis.

Parágrafo único. É vedado ao FS, direta ou indiretamente, conceder garantias.

## Seção II

### Dos Recursos do Fundo Social - FS

Art. 49. Constituem recursos do FS:

I - parcela do valor do bônus de assinatura destinada ao FS pelos contratos de partilha de produção;

II - parcela dos royalties que cabe à União, deduzidas aquelas destinadas aos seus órgãos específicos, conforme estabelecido nos contratos de partilha de produção, na forma do regulamento;

III - receita advinda da comercialização de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos da União, conforme definido em lei;

IV - os royalties e a participação especial das áreas localizadas no pré-sal contratadas sob o regime de concessão destinados à administração direta da União, observado o disposto nos §§ 1º e 2º deste artigo;

V - os resultados de aplicações financeiras sobre suas disponibilidades; e

VI - outros recursos destinados ao FS por lei.

§ 1º A Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997, passa a vigorar com as seguintes alterações:

“Art. 49. ....

.....

§ 3º Nas áreas localizadas no pré-sal contratadas sob o regime de concessão, a parcela dos royalties que cabe à administração direta da União será destinada integralmente ao fundo

de natureza contábil e financeira, criado por lei específica, com a finalidade de constituir fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma de programas e projetos nas áreas de combate à pobreza e de desenvolvimento da educação, da cultura, do esporte, da saúde pública, da ciência e tecnologia, do meio ambiente e de mitigação e adaptação às mudanças climáticas, vedada sua destinação aos órgãos específicos de que trata este artigo.” (NR)

“Art. 50. ....

.....

§ 4º Nas áreas localizadas no pré-sal contratadas sob o regime de concessão, a parcela da participação especial que cabe à administração direta da União será destinada integralmente ao fundo de natureza contábil e financeira, criado por lei específica, com a finalidade de constituir fonte de recursos para o desenvolvimento social e regional, na forma de programas e projetos nas áreas de combate à pobreza e de desenvolvimento da educação, da cultura, do esporte, da saúde pública, da ciência e tecnologia, do meio ambiente e de mitigação e adaptação às mudanças climáticas, vedada sua destinação aos órgãos específicos de que trata este artigo.” (NR)

§ 2º O cumprimento do disposto no § 1º deste artigo obedecerá a regra de transição, a critério do Poder Executivo, estabelecida na forma do regulamento. ([Vide Medida Provisória nº 592, 2012](#))

### Seção III

#### Da Política de Investimentos do Fundo Social

Art. 50. A política de investimentos do FS tem por objetivo buscar a rentabilidade, a segurança e a liquidez de suas aplicações e assegurar sua sustentabilidade econômica e financeira para o cumprimento das finalidades definidas nos arts. 47 e 48.

Parágrafo único. Os investimentos e aplicações do FS serão destinados preferencialmente a ativos no exterior, com a finalidade de mitigar a volatilidade de renda e de preços na economia nacional.

Art. 51. Os recursos do FS para aplicação nos programas e projetos a que se refere o art. 47 deverão ser os resultantes do retorno sobre o capital.

Parágrafo único. Constituído o FS e garantida a sua sustentabilidade econômica e financeira, o Poder Executivo, na forma da lei, poderá propor o uso de percentual de recursos do principal para a aplicação nas finalidades previstas no art. 47, na etapa inicial de formação de poupança do fundo.

Art. 52. A política de investimentos do FS será definida pelo Comitê de Gestão Financeira do Fundo Social - CGFFS.

§ 1º O CGFFS terá sua composição e funcionamento estabelecidos em ato do Poder Executivo, assegurada a participação do Ministro de Estado da Fazenda, do Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e do Presidente do Banco Central do Brasil.

§ 2º Aos membros do CGFFS não cabe qualquer tipo de remuneração pelo desempenho de suas funções.

§ 3º As despesas relativas à operacionalização do CGFFS serão custeadas pelo FS.

Art. 53. Cabe ao CGFFS definir:

I - o montante a ser resgatado anualmente do FS, assegurada sua sustentabilidade financeira;

II - a rentabilidade mínima esperada;

III - o tipo e o nível de risco que poderão ser assumidos na realização dos investimentos, bem como as condições para que o nível de risco seja minimizado;

IV - os percentuais, mínimo e máximo, de recursos a serem investidos no exterior e no País;

V - a capitalização mínima a ser atingida antes de qualquer transferência para as finalidades e os objetivos definidos nesta Lei.

Art. 54. A União, a critério do CGFFS, poderá contratar instituições financeiras federais para atuarem como agentes operadores do FS, as quais farão jus a remuneração pelos serviços prestados.

Art. 55. A União poderá participar, com recursos do FS, como cotista única, de fundo de investimento específico.

Parágrafo único. O fundo de investimento específico de que trata este artigo deve ser constituído por instituição financeira federal, observadas as normas a que se refere o [inciso XXII do art. 4º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964](#).

Art. 56. O fundo de investimento de que trata o art. 55 deverá ter natureza privada e patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista e do administrador, sujeitando-se a direitos e obrigações próprias.

§ 1º A integralização das cotas do fundo de investimento será autorizada em ato do Poder Executivo, ouvido o CGFFS.

§ 2º O fundo de investimento terá por finalidade promover a aplicação em ativos no Brasil e no exterior.

§ 3º O fundo de investimento responderá por suas obrigações com os bens e direitos integrantes de seu patrimônio, ficando o cotista obrigado somente pela integralização das cotas que subscrever.

§ 4º A dissolução do fundo de investimento dar-se-á na forma de seu estatuto, e seus recursos retornarão ao FS.

§ 5º Sobre as operações de crédito, câmbio e seguro e sobre rendimentos e lucros do fundo de investimento não incidirá qualquer imposto ou contribuição social de competência da União.

§ 6º O fundo de investimento deverá elaborar os demonstrativos contábeis de acordo com a legislação em vigor e conforme o estabelecido no seu estatuto.

Art. 57. O estatuto do fundo de investimento definirá, inclusive, as políticas de aplicação, critérios e níveis de rentabilidade e de risco, questões operacionais da gestão administrativa e financeira e regras de supervisão prudencial de investimentos.

#### Seção IV

##### Da Gestão do Fundo Social

Art. 58. É criado o Conselho Deliberativo do Fundo Social - CDFS, com a atribuição de propor ao Poder Executivo, ouvidos os Ministérios afins, a prioridade e a destinação dos recursos resgatados do FS para as finalidades estabelecidas no art. 47, observados o PPA, a LDO e a LOA.

§ 1º A composição, as competências e o funcionamento do CDFS serão estabelecidos em ato do Poder Executivo.

§ 2º Aos membros do CDFS não cabe qualquer tipo de remuneração pelo desempenho de suas funções.

§ 3º A destinação de recursos para os programas e projetos definidos como prioritários pelo CDFS é condicionada à prévia fixação de metas, prazo de execução e planos de avaliação, em coerência com as disposições estabelecidas no PPA.

§ 4º O CDFS deverá submeter os programas e projetos a criteriosa avaliação quantitativa e qualitativa durante todas as fases de execução, monitorando os impactos efetivos sobre a população e nas regiões de intervenção, com o apoio de instituições públicas e universitárias de pesquisa.

§ 5º Os recursos do FS destinados aos programas e projetos de que trata o art. 47 devem observar critérios de redução das desigualdades regionais.

Art. 59. As demonstrações contábeis e os resultados das aplicações do FS serão elaborados e apurados semestralmente, nos termos previstos pelo órgão central de contabilidade de que trata o [inciso I do art. 17 da Lei nº10.180, de 6 de fevereiro de 2001](#).

Parágrafo único. Ato do Poder Executivo definirá as regras de supervisão do FS, sem prejuízo da fiscalização dos entes competentes.

Art. 60. O Poder Executivo encaminhará trimestralmente ao Congresso Nacional relatório de desempenho do FS, conforme disposto em regulamento do Fundo.

## **6.2 ANEXO II – Lei nº11.887, de Dezembro de 2008 – Fundo Soberano do Brasil**

---

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

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

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

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

I - aquisição de ativos financeiros externos:

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

b) diretamente, pelo Ministério da Fazenda; ou

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

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

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

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

~~§ 4º Os ativos decorrentes de aquisições diretas pelo Ministério da Fazenda, de que trata o inciso I do caput, quando se referirem: [\(Incluído pela Medida Provisória nº 513, de 2010\)](#)~~

~~I - a ativos de renda fixa e de renda variável internacionais, deverão permanecer custodiados em contas específicas, abertas diretamente em nome do FSB, em instituição financeira federal no exterior; [\(Incluído pela Medida Provisória nº 513, de 2010\)](#)~~

~~II - a moeda estrangeira, deverão ser depositados em instituição financeira federal no exterior, até a realização do investimento na forma deste artigo. [\(Incluído pela Medida Provisória nº 513, de 2010\)](#)~~

§ 4º Os ativos decorrentes de aquisições diretas pelo Ministério da Fazenda, de que trata o inciso I do caput, quando se referirem: [\(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011\)](#)

I - a ativos de renda fixa e de renda variável internacionais, deverão permanecer custodiados em contas específicas, abertas diretamente em nome do FSB, em instituição financeira federal no exterior; [\(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011\)](#)

II - a moeda estrangeira, deverão ser depositados em instituição financeira federal no exterior, até a realização do investimento na forma deste artigo. [\(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011\)](#)

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

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

II - diretrizes de gestão administrativa, orçamentária e financeira;

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

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

~~IV - condições e requisitos para a integralização de cotas da União no fundo a que se refere o art. 7º desta Lei; e [\(Revogado pela Medida Provisória nº 513, de 2010\)](#) [\(Revogado pela Lei nº 12.409, de 2011\)](#)~~

V - outros dispositivos visando ao adequado funcionamento do fundo.

Art. 4º Poderão constituir recursos do FSB:

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

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

III - resultados de aplicações financeiras à sua conta.

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

~~IV - títulos da dívida pública mobiliária federal. [\(Incluído pela Medida Provisória nº 513, de 2010\)](#)~~

IV - títulos da dívida pública mobiliária federal. [\(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011\)](#)

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

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

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

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

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

~~§ 2º Fica a União autorizada a emitir, a valor de mercado, sob a forma de colocação direta em favor do FSB, títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal. [\(Redação dada pela Medida Provisória nº 513, de 2010\)](#)~~

§ 3º A União poderá resgatar antecipadamente, a valor de mercado, os títulos de que trata o § 2º. [\(Incluído pela Medida Provisória nº 513, de 2010\)](#)

~~§ 4º Fica a União autorizada a permutar com o FSB ativos de renda fixa, inclusive títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, e de renda variável e moeda estrangeira, a valor de mercado ou observada a equivalência econômica. [\(Incluído pela Medida Provisória nº 513, de 2010\)](#)~~

~~§ 5º Os ativos de renda fixa ou variável domésticos, recebidos diretamente pelo FSB, deverão permanecer custodiados em contas específicas, abertas diretamente em nome do Fundo, em instituição financeira federal. [\(Incluído pela Medida Provisória nº 513, de 2010\)](#)~~

§ 2º Fica a União autorizada a emitir, a valor de mercado, sob a forma de colocação direta em favor do FSB, títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal. [\(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011\)](#)

§ 3º A União poderá resgatar antecipadamente, a valor de mercado, os títulos de que trata o § 2º. [\(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011\)](#)

§ 4º Fica a União autorizada a permutar com o FSB ativos de renda fixa, inclusive títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, e de renda variável e moeda estrangeira, a valor de mercado ou observada a equivalência econômica. [\(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011\)](#)

§ 5º Os ativos de renda fixa ou variável domésticos recebidos diretamente pelo FSB deverão permanecer custodiados em contas específicas, abertas diretamente em nome do Fundo, em instituição financeira federal. [\(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011\)](#)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

~~§ 7º Fica a União, inclusive por meio do FSB, autorizada a permutar com o FFIE ativos de renda fixa, inclusive títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, de renda variável e moeda estrangeira, a valor de mercado ou observada a equivalência econômica. [\(Incluído pela Medida Provisória nº 513, de 2010\)](#)~~

§ 7º Fica a União, inclusive por meio do FSB, autorizada a permutar com o FFIE ativos de renda fixa, inclusive títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, de renda variável e moeda estrangeira, a valor de mercado ou observada a equivalência econômica. [\(Incluído pela Lei nº 12.409, de 2011\)](#)

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

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

Art. 9º As demonstrações contábeis e os resultados das aplicações do FSB serão elaborados e apurados semestralmente, nos termos previstos pelo órgão central de contabilidade de que trata o [inciso I do art. 17 da Lei nº10.180, de 6 de fevereiro de 2001.](#)

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

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

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

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

LUIZ INÁCIO LULA DA SILVA

*Guido Mantega*

## 6.3 ANEXO III – EXPORTAÇÃO DE COMMODITIES 2013 (US\$ milhões)

EXPORTAÇÃO COMMODITIES - PRODUTOS SELECIONADOS													
		dez.13	nov.13	out.13	set.13	Ago?2013	jul.13	jun.13	mai.13	abr.13	mar.13	fev.13	jan.13
		US\$	US\$	US\$									
		milhões	milhões	milhões									
CAFÉ EM GRÃO *	Acumulado	346,46	376,81	424,70	357,59	358,03	294,47	339,03	397,77	432,85	423,58	362,45	468,51
SOJA EM GRÃO	Acumulado	23,42	349,31	819,71	1.851,42	2.894,18	3.059,71	3.479,14	4.152,65	3.797,34	1.910,52	516,59	0,26
FARELO DE SOJA	Acumulado	505,53	716,61	578,55	727,09	619,41	769,79	637,79	650,20	604,02	309,70	355,00	333,09
ÓLEO DE SOJA BRUTO	Acumulado	74,96	80,42	152,03	160,36	89,26	108,19	107,12	128,49	116,38	137,62	34,00	26,36
SUCO DE LARANJA	Acumulado	205,50	252,52	185,20	153,91	188,50	155,52	154,29	180,89	177,60	204,47	190,10	246,87
AÇÚCAR EM BRUTO	Acumulado	797,45	742,52	849,94	870,43	1.095,10	762,89	764,68	631,13	575,73	683,41	575,69	814,72
AÇÚCAR REFINADO	Acumulado	171,76	192,17	243,20	181,75	274,18	201,39	193,53	219,40	199,03	218,53	292,64	290,62
CELULOSE	Acumulado	483,97	371,62	482,22	416,98	503,60	462,85	414,26	457,54	412,45	401,37	408,10	365,19
ALUMÍNIO	Acumulado	90,49	19,28	35,37	76,02	57,52	47,21	65,50	67,98	88,64	92,07	51,03	98,75
CARNE SUÍNA "IN NATURA"	Acumulado	90,61	90,30	131,10	113,36	122,24	114,62	88,28	102,82	87,30	93,59	97,52	95,45
CARNE BOVINA "IN NATURA"	Acumulado	518,35	480,10	539,20	501,99	472,72	464,03	387,38	405,14	436,59	393,67	350,37	409,24
CARNE DE FRANGO "IN NATURA"	Acumulado	533,50	586,14	582,79	507,74	559,80	597,15	590,01	672,04	677,62	642,93	544,98	509,22
SEMIMANUFAT. FERRO/AÇO	Acumulado	195,19	219,68	274,14	210,83	194,47	137,61	167,02	238,25	268,72	258,47	247,23	298,23
LAMINADOS PLANOS	Acumulado	106,19	66,95	62,79	92,32	63,85	86,23	81,30	133,65	142,41	96,66	136,37	143,32
COURO	Acumulado	238,19	213,90	235,08	220,22	206,67	196,64	196,07	227,17	217,04	189,62	187,93	164,85
FUMO EM FOLHAS	Acumulado	133,26	251,46	399,74	429,26	333,02	372,78	376,59	331,05	165,35	140,50	142,50	117,00
MINÉRIO DE FERRO	Acumulado	3.204,88	3.008,83	3.219,18	2.789,84	2.640,52	2.665,90	2.591,04	2.950,35	2.535,73	2.500,20	2.127,17	2.257,90
GASOLINA	Acumulado	22,81	19,22	16,09	30,29	20,38	24,14	35,44	23,87	19,00	20,10	8,01	6,99
ÓLEOS COMBUSTÍVEIS	Acumulado	410,42	281,81	305,68	531,68	236,93	466,82	219,96	323,87	404,58	388,09	131,25	167,74
PETRÓLEO EM BRUTO	Acumulado	1.770,64	1.574,21	980,88	1.553,75	1.088,00	692,16	728,29	1.096,95	675,67	1.290,21	1.032,22	473,63
ALGODÃO	Acumulado	86,23	104,94	185,91	158,53	88,62	40,73	26,34	51,49	62,36	77,85	93,73	129,66
MILHO	Acumulado	607,48	775,65	806,90	772,81	707,12	186,61	95,27	78,35	174,56	473,87	648,47	946,66
ETANOL **	Acumulado	58,50	113,84	204,40	182,26	314,33	223,45	188,47	93,94	71,88	50,79	136,79	230,28
<b>TOTAL</b>		<b>10675,78</b>	<b>10888,30</b>	<b>11714,81</b>	<b>12890,43</b>	<b>13128,45</b>	<b>12130,89</b>	<b>11926,82</b>	<b>13614,97</b>	<b>12342,83</b>	<b>10997,81</b>	<b>8670,16</b>	<b>8594,51</b>

Fonte: MDIC/SECEX. Dezembro/2013: 21 dias úteis; Dezembro/2012: 20 dias úteis; Novembro/2013: 20 dias úteis.

Elaboração: Departamento de Estatística e Apoio à Exportação - DEAEEX.

Dias Úteis Acumulados: 21

\* Quantidade em 1.000 sacas de 60kg

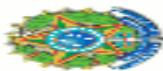
\*\*Quantidade em milhões de litros

## 6.4 ANEXO IV – Valor dos Ativos do FSB (R\$ milhões)

	31/12/2010	30/6/2011	31/12/2011	Variação (%)	
				em 12 meses	no semestre
<b>1. Fundo Fiscal de Invest. e Estabilização</b>	<b>18.764,56</b>	<b>16.902,47</b>	<b>15.546,53</b>	<b>-17,15%</b>	<b>-8,02%</b>
1.1. Disponível	0,15	0,05	0,00	-98,99%	-97,01%
1.2. Operações Compromissadas	1.879,78	2.271,79	2.661,95	41,61%	17,17%
1.3. Títulos Públicos Federais	0,001	-	-	-	-
1.4. Ações à vista	16.884,62	14.614,53	12.867,24	-23,79%	-11,96%
1.4.1. Ações do Banco do Brasil	1.963,75	1.750,00	1.481,25	-24,57%	-15,36%
1.4.1.1. BBAS3 (ON)	1.963,75	1.750,00	1.481,25	-24,57%	-15,36%
1.4.2. Ações da Petrobras	14.920,87	12.864,53	11.385,99	-23,69%	-11,49%
1.4.2.1. PETR3 (ON)	10.510,89	9.031,45	7.913,27	-24,71%	-12,38%
1.4.2.2. PETR4 (PN)	4.409,98	3.833,08	3.472,72	-21,25%	-9,40%
1.5 Outros ativos	0,001	16,10	17,34	>> 100%	7,73%
1.5.1 Provisão de JSCP e dividendos	-	16,09	17,34	-	-
1.5.2 Taxas Diferidas CVM/ANBID	0,001	0,001	0,001	22,85%	11,48%
<b>Total</b>	<b>18.764,56</b>	<b>16.902,47</b>	<b>15.546,53</b>	<b>-17,15%</b>	<b>-8,02%</b>

Fonte: BB DTVM (balançetes do FFIE)

## 6.5 ANEXO V – Balanço Patrimonial do Fundo Soberano do Brasil



**MINISTÉRIO DA FAZENDA**  
SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL

TÍTULO		BALANÇO PATRIMONIAL - TODOS OS ORÇAMENTOS		EXERCÍCIO		MÊS	
SUBTÍTULO		71902 - FUNDO SOBERANO DO BRASIL		2011		DEZ(FECHADO)	
ÓRGÃO SUPERIOR		25000 - MINISTÉRIO DA FAZENDA		16/02/2012		PÁGINA	
						1	
		<b>ATIVO</b>		<b>PASSIVO</b>			
TÍTULOS		2011		2010		TÍTULOS	
ATIVO NÃO FINANCEIRO		15.545.818.663,69		18.763.738.978,76		ENCARGOS SOCIAIS A RECOLHER	
REALIZAVEL A LONGO PRAZO		15.545.818.663,69		18.763.738.978,76		ENCARGOS SOCIAIS A RECOLHER	
CREDITOS REALIZAVEL A LONGO PRAZO		15.545.818.663,69		18.763.738.978,76		PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
INVESTIMENTOS		15.545.818.663,69		18.763.738.978,76		PATRIMÔNIO/CAPITAL	
ATIVO REAL		15.545.818.663,69		18.763.738.978,76		PATRIMÔNIO	
						RESULTADO DO PERÍODO	
						SITUAÇÃO PATRIMONIAL ATIVA	
						SITUAÇÃO PATRIMONIAL PASSIVA	
ATIVO		15.545.818.663,69		18.763.738.978,76		PASSIVO	
						15.545.818.663,69	
						18.763.738.978,76	
						-16.348.064.510,00	
						18.763.738.978,76	
						-16.348.064.510,00	
						18.763.738.978,76	