

Fundos públicos: poupança, estabilização, vinculadores e cambiais



Rubens Penha Cysne

*Professor da Escola de Pós-Graduação
em Economia da FGV
(<http://www.fgv.br/professor/rubens>)*

Este artigo revê algumas possíveis funções macroeconômicas de fundos públicos, contrapondo-as a algumas perspectivas de longo prazo relativas ao caso brasileiro. A redação é taxonômica e se deseja não-normativa. Há interesse particular nos fundos associados à exploração de recursos naturais não-renováveis. Os exemplos relativos ao Brasil, entretanto, não se enquadram neste caso.

Analisa-se aqui os fundos de poupança, cujo objetivo é distribuir riquezas perecíveis ao longo de várias gerações; os fundos de estabilização de receitas públicas, constituídos para fazer frente a oscilações de preços de *commodities* cuja taxa seja responsável por parcela substancial de receitas públicas; os fundos vinculadores, cujo objetivo maior é vincular novas fontes de recursos correntes a despesas predeterminadas; e os fundos cambiais (de forma mais geral, “fundos de preços”), menos comuns, voltados para impedir valorizações ou desvalorizações demasiado elevadas da taxa de câmbio.

No exterior, são exemplos de fundos de poupança associados à comercialização de recursos não-renováveis o Fundo

Permanente do Alasca, constituído em 1976; o Fundo de Reserva para Futuras Gerações, do Kuwait, de 1976; e o Fundo de Pensão do Global Governo da Noruega (antigo Fundo de Petróleo da Noruega), definido em 1990 e ativado em 1995. Da mesma forma, são exemplos de fundos de estabilização o Fundo de Estabilização do Cobre, do Chile, ativado em 1987; e o Fundo Macroeconômico de Estabilização, da Venezuela, de 1998.

Na China, a atual manutenção de aplicações em ativos externos em nível acima daquele que seria determinado apenas por necessidades de liquidez, enquadra-se sob a ótica de fundo cambial. O valor gira em torno de US\$ 200 bilhões, sendo

administrado pela China Investment Corporation.

Tais definições não abrangem todo o espectro possível nem são mutuamente exclusivas. Um fundo pode ter uma ou mais destas funções, tudo dependendo da forma como se determinam seus recursos e suas aplicações.

Vínculo — Ainda que não relacionados a recursos não-renováveis, tomemos, no Brasil, a título de exemplo, o caso do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Fundo de Garantia de Tempo de Serviço (FGTS). O FAT possui recursos específicos definidos por duas contribuições federais, o Programa de Integração Social (PIS) e o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP). Até este ponto, é um fundo de poupança — no caso, como não existe titularidade pessoal (para as novas contribuições a partir de 1990), de poupança pública. Ocorre que tais recursos têm destinações bem definidas em lei (custeio do Programa do Seguro-Desemprego, do Abono Salarial e de Programas de Desenvolvimento Econômico, esses últimos a cargo do BNDES). A partir daí, assume mais o aspecto de um fundo vinculador do que de um fundo de

poupança. Processo semelhante ocorre com o FGTS.

A principal característica de um fundo vinculador é a pré-alocação de suas despesas em áreas, programas ou instituições específicas. Evidentemente, um subproduto disto é tornar a decisão microeconômica (projeto a projeto) relativa a suas liberações de recursos não sujeita às discussões orçamentárias no Congresso Nacional (discussões estas que no caso brasileiro se materializam na Lei Orçamentária Anual, a LOA). Mas sim a um comitê específico (no caso do FAT, o CODEFAT, Conselho Deliberativo do FAT; e no do FGTS, o CCFGTS, Conselho Curador do FGTS) definido por lei. Processo semelhante ocorre com outros fundos nacionais denominados em moeda doméstica.

Dos fundos vinculadores não trataremos aqui. Sobre fundos de poupança e fundos de estabilização, cabe uma conclusão prévia sobre o que veremos no restante deste texto: a eficiência de cada um na consecução de suas respectivas tarefas depende fundamentalmente da presença ou ausência de restrições de liquidez (possibilidade de endividamento a uma dada taxa de juros de mercado) e de medidas complementares de ordem fiscal. E, sua utilidade, de imperfeições nos mercados de capitais.

Imagine uma economia com abundantes recursos naturais não-renováveis. Tal fato traz implicações de várias origens para a boa prática macroeconômica. Primeiro, tratando-se de recursos não-renováveis, é razoável almejar a distribuição desta riqueza ao longo de várias gerações, e não apenas daquelas responsáveis pela sua extração e comercialização. Trata-se, aqui, de um processo de suavização intertemporal de consumo que requer, durante o processo de comercialização dos recursos não-renováveis, a constituição de poupança líquida positiva. Tal fato caracteriza transferência de riquezas para as futuras gerações, seja sob a forma de bens de capital (incluindo

capital humano, ou educação) ou de ativos financeiros líquidos.

Cuidar para que a totalidade das receitas oriundas de recursos não-renováveis não seja alocada em consumo corrente, faz sentido tanto para o setor público quanto para firmas privadas e indivíduos. Mas é particularmente importante no setor público em função da usual rigidez de despesas quando já incorridas, tendo em vista que muitas vezes estas se definem por leis que as tornam de cunho contínuo (fato hoje em dia importante para alguns municípios no Estado do Rio, bem como para o próprio Estado).

Controle — Outro motivo, porque a abundância de recursos fiscais muitas vezes implica a redução no monitoramento da qualidade de projetos públicos, deste ponto sendo exemplo algumas obras públicas faraônicas que se encontram em países exportadores de petróleo, muitas vezes convivendo ao lado de elevados bolsões de pobreza. Costuma se dar a este processo de menor monitoramento do governo quando suas receitas passam a depender mais de recursos naturais do que do contribuinte fiscalizador de “maldição dos recursos”. Evidentemente, a solução de tal problema requer o fortalecimento da instituição orçamentária.

Uma segunda fonte de preocupações de ordem macroeconômica pertinente a países fortemente exportadores de recursos naturais diz respeito à volatilidade das receitas públicas. Admitindo-se que parte substancial das receitas do governo seja oriunda da taxa direta ou indireta sobre a extração de tais recursos, pode ser preciso estabelecer-se mecanismos compensatórios às oscilações de preços e quantidades comercializadas.

Há ainda uma terceira questão a ser observada em países explorando novos e abundantes recursos naturais. Como, em regra, tais recursos são exportados, pode haver um processo de valorização da moeda doméstica que acabe por deslocar outros setores exportadores tradicionais.

A principal característica de um fundo vinculador é a pré-alocação de suas despesas em áreas, programas ou instituições

Tal fato, sobre o qual alguns textos se referem como “doença holandesa”, costuma ter o agravante da troca de exportações contínuas por exportações descontínuas (de recursos naturais). Ou ainda, de exportações que exigem mais pesquisa e desenvolvimento por exportações mais baseadas em valor adicionado primário.

Alguns países com tais características, fazendo frente aos três tipos de problema descritos acima, têm discutido a constituição ou efetivamente constituído fundos como uma das variáveis de controle para tais questões.

Constituição — Se a criação ou não de fundos com tais funções (soberanos ou não) constitui-se em forma eficiente de consecução dos objetivos de estabilização macroeconômica descritos acima, trata-se de pergunta com resposta em aberto. Na maior parte dos casos o seu sucesso, ou insucesso, depende de iniciativas complementares.

Tomemos inicialmente a questão da transferência de rendas para as gerações futuras. Em um mundo com mercados de capitais funcionando sem restrições, uma forma adequada de fomentar tal processo se dá com incentivos à formação de capital e à poupança, seja pública, das empresas ou dos indivíduos.

Spreads bancários elevados, por exemplo, prejudicam tanto a poupança quanto o investimento, sendo produtivo reduzi-los. Com este objetivo, a taxa sobre novas riquezas pode ser usada para uma redução dos impostos que fomentem *spreads*, como é o caso daqueles incidentes sobre operações financeiras. E também para reduzir fortemente os riscos

No caso do setor privado, a eficiência da criação de fundos depende da presença ou ausência de restrições de liquidez

e os custos (incluindo aqueles associados à Justiça) da inadimplência.

A constituição de um fundo (no caso, de poupança) para transferir recursos entre diferentes pontos no tempo pode ou não ser eficiente complementarmente a medidas como esta (podendo-se listar várias outras), dependendo em parte de haver ou não restrições ao endividamento líquido.

No caso do setor privado, firmas ou indivíduos, a eficiência da criação de fundos depende da presença ou ausência de restrições de liquidez. Se não houver restrições à obtenção de novos empréstimos, de nada adianta tentar “amarrar as mãos ao mastro”, dando aos novos recursos o destino de fundos de poupança. A restrição de caixa neste caso acaba por ter um efeito pífio sobre o consumo dos agentes.

No caso do setor público é importante também avaliar se há ou não limites institucionais ao endividamento público. Se houver limites neste sentido, a criação de um fundo de poupança pode ser útil para o controle de consumo e consequente transferência de riquezas para futuras gerações. O fundo de petróleo de Rússia provê um exemplo razoável neste sentido.

No caso brasileiro, as restrições de liquidez do setor privado são altas e o governo tem o seu déficit primário controlado através do que dispõe a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). Isto posto, a instituição de um fundo de poupança pode encontrar algum amparo teórico.

Observe-se, entretanto, que fundo de poupança assemelha-se a um fundo mútuo, onde passivo e patrimônio líquido se confundem, e não com um fundo de pensão, onde ativos se contrapõem a obrigações de montante equivalente ou ainda superior. Como lembra o nome, a constituição deste tipo de fundo exige poupança líquida positiva. No caso do setor público, isto equivale a se ter durante alguns anos um déficit calculado com juro real menor ou igual ao total de investimentos. No caso da Noruega, por exemplo, o fundo foi definido por lei em 1990, mas apenas começou a operar após a constituição líquida de ativos decorrente de superávits fiscais, o que ocorreu em 1995.

Consideremos agora o fundo de estabilização. Tal fundo pode ser útil quando não se encontram disponíveis mercados de opções e futuros para a transferência dos riscos associados a variações de preços e quantidades extraídas. Mas mesmo quando isto ocorre, cabe ainda uma condição. Novamente, como ocorre no caso do fundo de poupança, o ponto crucial a decidir se a constituição do fundo se trata de ponto apenas cosmético, ou não, é a restrição ao endividamento líquido. Na ausência de tal restrição, a dívida pública já é um fundo de poupança com sinal negativo, tal sinal, entretanto, nada prejudicando a sua função de *buffer*, ou seja, sua função de estabilização das receitas totais do setor público a serem disponibilizadas para as obrigações do mesmo.

Dificuldades — Em suma, quando há restrições ao endividamento líquido do governo ou medidas fiscais congêneres, a criação de fundos de poupança ou estabilização pode (ao menos teoricamente) dificultar a criação de novas despesas continuadas; estabilizar a receita; e ajudar a impedir que a fácil afluência de recursos implique a elevação do consumo corrente (do governo ou privado) e/ou a redução do controle e da eficiência de projetos e processos. Deve-se ter em mente, entre-

tanto, que a experiência internacional não tem sido positiva neste sentido [Davis et al (2001)]. Novamente, um dos pontos importantes para a consecução de objetivos é o fortalecimento da instituição orçamentária, discussão que infelizmente ainda engatinha no Brasil.

Por último, abordemos o problema da valorização cambial decorrente da exportação de reservas exauríveis, e suas conseqüências sobre as linhas tradicionais de exportação. Neste caso, é controversa, na literatura especializada, a eficácia de fundos cambiais no controle do preço da divisa externa de referência. Isto porque pequenas variações dos diferenciais de juros corrigidos pelas expectativas de desvalorização e pelo prêmio de risco costumam implicar elevadas modificações de demanda e oferta pela divisa em questão (no caso, de seus estoques).

Por causa disto e também do elevado custo fiscal usualmente envolvido, costuma ser mais eficiente estabilizar o câmbio através da formação de poupança privada e pública, que reduza a necessidade de juros elevados. Fortes investimentos em infra-estrutura e em treinamento de mão-de-obra para os setores tradicionais de exportação costumam também complementar a receita de fomento a tais setores quando se antevêem valorizações da moeda doméstica decorrentes de novas exportações de recursos não-renováveis. Sobre estes pontos nos deteremos mais detalhadamente em outro artigo. ■

Referências

Davis, J; Ossowski, R; Daniel, J; Barnett, J. (2001). “Stabilization and Saving Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications.” International Monetary Fund, Occasional Paper 205.