

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O IMPACTO DA QUEDA DOS PREÇOS DO PETRÓLEO SOBRE A  
NORUEGA E RÚSSIA 2014-2016.

Philip Nogueira Gerlach  
No. de matrícula:1212637

Orientador: Marcelo de Paiva Abreu

Junho 2016

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O IMPACTO DA QUEDA DOS PREÇOS DO PETRÓLEO SOBRE A  
NORUEGA E RÚSSIA 2014-2016.

Philip Nogueira Gerlach  
No. de matrícula:1212637

Orientador: Marcelo de Paiva Abreu

Junho 2016

**Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.**

**As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.**

Gostaria de agradecer aos meus pais e à minha irmã, pois certamente não teria chegado aqui sem o contínuo apoio e incentivo deles.

Gostaria também de agradecer a todos os meus amigos, especialmente ao Diego Menezes, Igor Carvalho e Manoel Oliveira, por toda a força e ajuda que me deram ao longo deste curso.

Por fim, gostaria de agradecer ao meu orientador, Marcelo de Paiva Abreu, pela sua generosidade e disponibilidade com as quais sempre me recebeu e orientou.

## Sumário

<b>1. Introdução .....</b>	<b>9</b>
<b>2. Noruega .....</b>	<b>11</b>
2.1. A descoberta do petróleo .....	11
2.2. O desenvolvimento do setor petrolífero .....	13
2.3. Statoil .....	17
2.4. The Government Pension Fund Global .....	20
<b>3. Rússia.....</b>	<b>29</b>
3.1. Da descoberta do petróleo na Rússia até a queda da União Soviética .....	29
3.2. Reservas .....	33
3.3. As regiões produtoras .....	34
3.4. Particularidades do mercado de petróleo russo.....	35
3.5. Organização do mercado energético .....	37
3.6. As empresas petrolíferas .....	38
3.7. The National Welfare Fund and the Reserve Fund.....	41
<b>4. O mercado de petróleo.....</b>	<b>46</b>
4.1. Precificação do petróleo .....	46
4.2. A queda dos preços .....	48
4.3. Previsão para os próximos anos.....	53
<b>5. O impacto sobre a Noruega e Rússia da queda de preços de petróleo, sua capacidade de resposta e as perspectivas para o futuro.....</b>	<b>57</b>
5.1. O impacto da queda dos preços de petróleo na economia norueguesa ....	59
5.2. Futuro para a Noruega.....	67
5.3. Rússia .....	72
5.4. O impacto da queda dos preços de petróleo na economia russa.....	74
5.5. Futuro para a Rússia .....	83
<b>6. Conclusão.....</b>	<b>92</b>
<b>7. Referências Bibliográficas.....</b>	<b>97</b>

## Lista de Figuras

Figura 1: A evolução dos preços de petróleo 1970-2016.....	15
Figura 2: Os ativos do Fundo de Petróleo 2005-2016.....	23
Figura 3: A relação US\$/NOK 2006-2016.....	23
Figura 4: A composição do Fundo de Petróleo 2015 .....	24
Figura 5: Retornos acumulados anualizados 2005-2015 .....	25
Figura 6: Importância da indústria petrolífera na economia norueguesa.....	27
Figura 7: As reservas provadas dos maiores produtores - 2013.....	33
Figura 8: Produção das maiores empresas petrolíferas como parcela da produção nacional.....	41
Figura 9: As transferências para os fundos de petróleo .....	43
Figura 10: O saldo do Reserve Fund 2008-2016 .....	44
Figura 11: O saldo do National Wealth Fund 2008-2016 .....	45
Figura 12: A oferta e demanda de petróleo mundial 2000-2016 .....	49
Figura 13: Balanço de produção e consumo de combustíveis líquidos no mundo 2011-2017.....	52
Figura 14: Projeção do preço de petróleo até 2019 .....	54
Figura 15: Analistas acreditam numa nova armadilha do petróleo, repetindo o ano de 2015.....	55
Figura 16: Projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto de 3 grupos de países .....	56
Figura 17: O valor do barril de petróleo em dólares americanos de 2011 até 2016.....	58
Figura 18: O valor do metro cúbico do gás natural em dólares americanos de 2011 até 2016 .....	58
Figura 19: O setor de óleo e gás tem um grande peso na economia norueguesa .....	60
Figura 20: Previsão realizada em 2013 para o valor do petróleo até 2019.....	61
Figura 21: A taxa de crescimento do PIB 2013-2016 .....	62
Figura 22: O aumento dos gastos públicos medido em porcentagem do PIB 2006-2016 .....	63
Figura 23: Saques ao fundo soberano ultrapassam seus aportes.....	63
Figura 24: Cotação USD x NOK de 2009 a 2016 e o preço do petróleo .....	64
Figura 25: A taxa de crescimento dos salários na Noruega entre 2006 e 2016 .....	66
Figura 26: A correlação da econômica norueguesa com a economia global 1980-2015.....	66
Figura 27: Custos de produção de petróleo em março de 2016 .....	70
Figura 28: Cotação USD x RUB de 2011 a 2016.....	72
Figura 29: Queda expressiva do Índice de Ações Russo (RTS) a partir de 2014 .....	74
Figura 30: Taxa de juros russa a partir de 2006 (% ao ano).....	75
Figura 31: Vendas no atacado despencam na Rússia em 2016.....	76
Figura 32: A forte desvalorização da moeda russa e a queda do preço de petróleo.....	77
Figura 33: O aumento do custo de empréstimo russo 2013-2016.....	78
Figura 34: A taxa de desemprego tem tendência de alta e atinge o maior patamar desde 2013.....	79
Figura 35: O aumento dos gastos do governo 2006-2016.....	79
Figura 36: Composição do orçamento e os saldos 2007-2015 .....	80
Figura 37: A composição dos gastos do governo 2007-2015.....	81
Figura 38: Diferentes cenários de crescimento do PIB.....	83
Figura 39: Os obstáculos ao investimento.....	86
Figura 40: Aplicação dos recursos do plano anti-crise .....	89

Figura 41: Origem dos recursos do plano anti-crise 2016 .....	90
Figura 42: Projeção de aumentos na taxa de pobreza.....	91

## Lista de Mapas

Mapa 1: Os campos de petróleo na placa continental norueguesa .....	12
Mapa 2: Poços de petróleo em atividade 2015 .....	26
Mapa 3: Baku .....	29
Mapa 5: Volga-Ural .....	31
Mapa 6: Regiões produtoras de petróleo e as pipelines para o transporte de óleo e gás. .....	32
Mapa 7: Regiões produtoras de petróleo .....	34
Mapa 8: Reservas disponíveis de gás xisto em 38 países .....	51
Mapa 9: O mapa da Noruega .....	68

**Lista de Tabelas**

Tabela 1: Produção de petróleo por região na Rússia .....	35
Tabela 2: Produção de petróleo das maiores petrolíferas russas, suas reservas e valor de mercado - 2013 .....	39

## 1. Introdução

Diante de um período de baixa nos preços do petróleo, que começou em abril de 2014 e atingiu o seu ponto de mínimo no início de 2016, as economias muito dependentes de exportações de petróleo têm se deparado com profundas dificuldades econômicas. A demanda por petróleo é fortemente correlacionada com a atividade econômica e, como a recuperação tem sido lenta após a crise econômica, há uma fraca demanda por petróleo. Concomitantemente, os Estados Unidos, se tornaram um dos maiores produtores de petróleo, após a descoberta de novas reservas de óleo de xisto, enquanto os países membros da OPEP disputam com a Rússia por fatias de mercado através de aumentos na produção<sup>1</sup>. Há, portanto, um cenário global de aumento de oferta e contração da demanda. Sabemos, como regra básica de economia, que os preços terão que cair para equilibrar o mercado de petróleo. E é justamente o que temos observado nos últimos dois anos: uma forte queda do preço do barril de petróleo, que caiu mais de 70% em relação aos níveis de junho de 2014 até abril de 2016 (ver gráfico 1).

Entre as economias mais afetadas, temos países como a Nigéria, Rússia e Venezuela e do outro lado a Noruega e Estados Unidos, menos afetados. Há diversos motivos que podem explicar este comportamento. Um país produtor, cuja economia é mais diversificada, será menos afetado por uma queda nos preços de petróleo do que uma economia centralizada na indústria petrolífera. Os custos de extração de petróleo variam bastante de país a país tendo, de um lado, a Arábia Saudita com o menor custo e, do outro, o Reino Unido e o Brasil com os maiores custos de produção. Enquanto a extração de petróleo se torna inviável para países de alto custo de produção, países como a Arábia Saudita conseguem manter a sua produção e ainda obter lucro. Há também entre os países produtores discrepâncias quanto às políticas de petróleo e às instituições que visam mitigar as flutuações econômicas em cenários de variações de preços. Alguns países introduziram mecanismo de acumulação de renda de petróleo, tendo como objetivo retirar o excesso de renda da economia e criar um fundo de petróleo que será usado em casos de crises econômicas. Aqueles países que possuem um conjunto de instituições para

---

<sup>1</sup> ZERVOS, Sara, "Saudi Arabia, Shale & Iran: Everything You Need To Know About The Oil Crisis", Janeiro 2016. Disponível em: <http://www.forbes.com/sites/sarazervos/2016/01/26/saudi-arabia-shale-iran-everything-you-need-to-know-about-the-oil-crisis/#62d9cce5794c>

controlar as receitas de petróleo, acumular renda e gerir receitas de forma responsável devem exibir uma melhor capacidade de resposta a quedas nos preços de petróleo.

Para analisar de que maneira as políticas de contingenciamento e a gestão responsável dos recursos naturais afetam a capacidade de resposta de uma economia à uma queda dos preços de petróleo, avaliarei os casos da Noruega e da Rússia. A Noruega, exemplar no quesito de gestão responsável e conhecida pelo seu fundo de petróleo com cerca de US\$ 900 bilhões acumulados em renda de petróleo, será usada para contrastar com a Rússia. Do grupo de países mais severamente afetados pela queda dos preços a Rússia é um excelente caso para ser estudado. O país também possui vastas reservas de petróleo, mas ao contrário da Noruega, não tem a mesma disciplina e conjunto de leis quanto à utilização de seus recursos. Ambas as economias, porém, são fortemente dependentes do seu setor petrolífero e possuem custos de produção parecidos. O que difere entre os dois países é o arranjo institucional que foi criado para gerir as suas fortunas petrolíferas.

Este trabalho pretende analisar de que maneira a Noruega e a Rússia foram afetadas pela queda dos preços de petróleo. Para identificar o porquê da Rússia ser mais severamente afetada pelos baixos preços do que a Noruega, analisarei a indústria petrolífera de ambos os países e o arranjo institucional que elas possuem.

Para isso, no capítulo 2 é exposta toda a conjuntura do setor petrolífero norueguês e o seu conjunto de instituições. Começando pela descoberta do primeiro poço de petróleo, passando pela sua principal petrolífera e terminando com o seu fundo de petróleo. Em seguida no capítulo 3 repito a mesma análise para a Rússia. No capítulo 4 é estudada a precificação do petróleo, os motivos que levaram à queda dos preços de petróleo e os preços que são projetados para os próximos anos.

O capítulo 5 possui uma análise mais completa sobre o impacto da queda dos preços de petróleo sobre a economia da Noruega e Rússia, as suas capacidades de resposta e as perspectivas para o futuro. No capítulo 6 é apresentada a conclusão do trabalho, ressaltando a importância das instituições na capacidade de resposta dos países a uma queda nos preços de petróleo. Por se tratar de um assunto bastante recente serão utilizados artigos jornalísticos, relatórios de bancos de investimento e de instituições, tais como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial.

## 2. Noruega

### 2.1. A descoberta do petróleo<sup>2</sup>

Não havia, ao final da década de 1950, a crença de que se encontraria petróleo e depósitos de gás na plataforma continental norueguesa. Porém, em 1959, após a descoberta de gás em Groningen, na Holanda, reavaliou-se a possibilidade de haver petróleo na Noruega.

Em 1962, a companhia petrolífera americana “Phillips Petroleum”, pediu às autoridades norueguesas permissão para explorar as regiões do mar do Norte que pertencem à Noruega. Seguindo o exemplo da “Phillips Petroleum”, outras empresas petrolíferas pediram concessão para exploração da plataforma continental norueguesa. O governo norueguês optou por não negociar individualmente concessões de exploração com as empresas petrolíferas. Assim, em maio de 1963, as autoridades norueguesas proclamaram soberania sobre toda a plataforma continental norueguesa. Todos os recursos naturais passariam a pertencer ao estado norueguês, e apenas o governo poderia conceder licenças para exploração. Acordos delimitando as fronteiras das plataformas continentais com a Dinamarca e o Reino Unido foram estabelecidos em março de 1965. Delimitar o território antes de começar a exploração facilitou a divisão dos recursos encontrados em campos que cruzam a fronteira acordada.

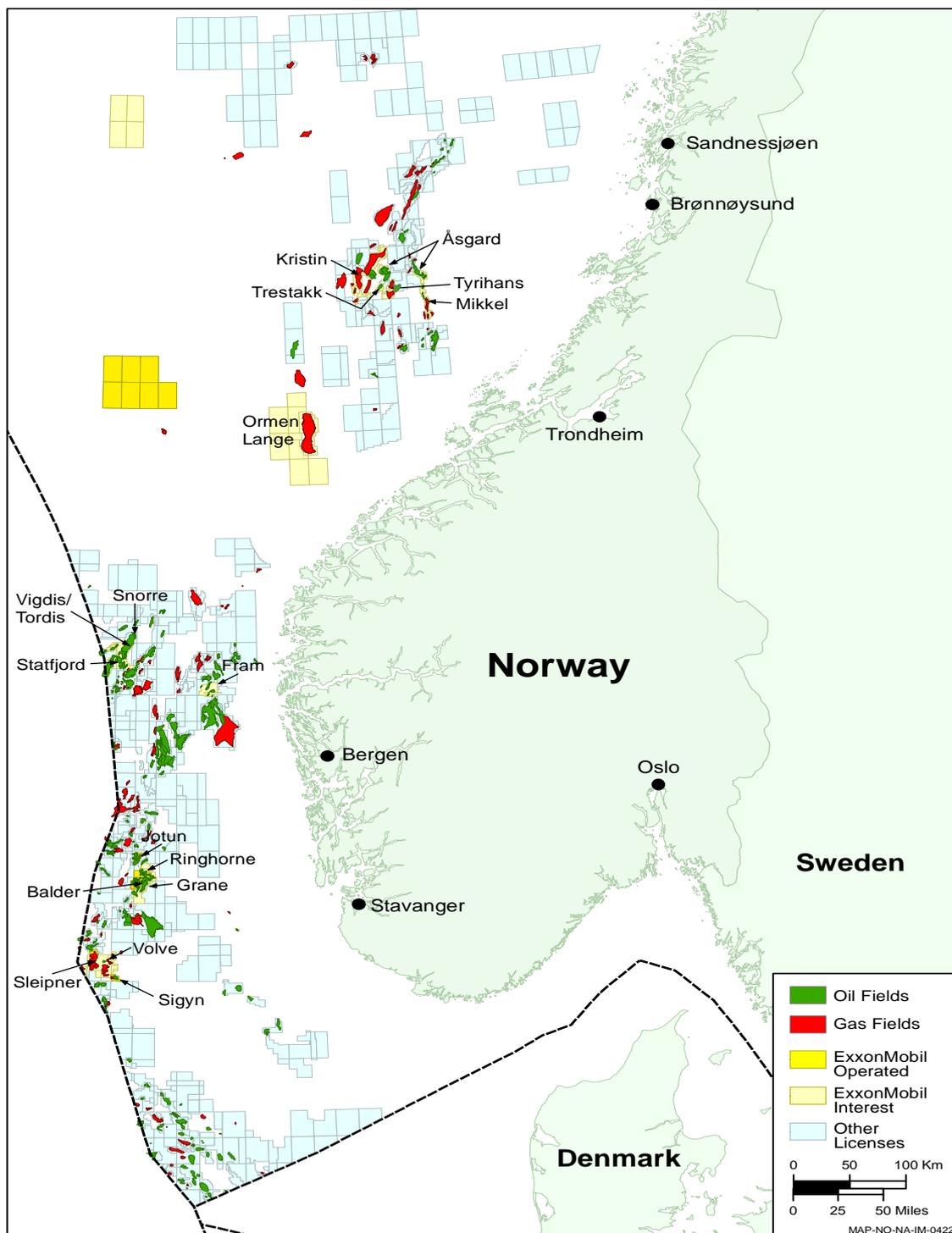
Em 1965 foram concedidas as primeiras licenças de exploração às empresas estrangeiras. Ao total foram 22 licenças que permitem a exploração, perfuração e extração de petróleo nas regiões às quais as respectivas licenças se aplicam. Balder foi o primeiro campo no qual se encontrou petróleo em 1967, mas a extração se mostrou economicamente inviável.

A primeira descoberta comercial aconteceu na véspera do natal de 1969. A petrolífera “Phillips Petroleum” anunciou que havia descoberto o campo de petróleo Ekofisk, que veio a ser o maior campo de petróleo offshore descoberto no mundo. Em 1971 foi produzido o primeiro petróleo daquele poço, dando largada à era do petróleo norueguês.

---

<sup>2</sup> Informações referente a esse subcapítulo retiradas de <http://www.norskipetroleum.no/en/framework/norways-petroleum-history/>

No mapa abaixo é possível ver alguns dos atuais campos de petróleo em atividade. Entre eles estão o campo de Ekofisk e Balder.<sup>3</sup>



Mapa 1: Os campos de petróleo na placa continental norueguesa – Fonte: Exxon Mobile

<sup>3</sup>Os mapas neste trabalho possuem versões mais legíveis que por motivos de formatação não puderam ser utilizados.

## 2.2.O desenvolvimento do setor petrolífero<sup>4</sup>

Quando ficou evidente que seria possível produzir petróleo de maneira lucrativa, principalmente após a descoberta do campo de petróleo de Ekofisk, foi acordado entre os partidos do governo que a receita proveniente do petróleo deveria beneficiar toda a nação norueguesa.

A ambição do governo norueguês de beneficiar toda a população norueguesa foi formalizada em 1972 com a emissão dos 10 mandamentos do petróleo, pelo parlamento. *“Com base no princípio, estabelecido pelo governo, de que as políticas referentes à exploração do petróleo na placa continental norueguesa devem beneficiar toda a sociedade, foi determinado que:*

- 1. O controle e a gestão nacional sobre todas as operações na placa continental norueguesas deve ser assegurados.*
- 2. As descobertas de petróleo devem ser exploradas visando tornar a Noruega o mais independente possível de outros fornecedores de petróleo.*
- 3. Novas indústrias serão desenvolvidas com base na exploração de petróleo.*
- 4. O desenvolvimento da indústria petrolífera deverá levar em conta as outras indústrias existentes e a proteção da natureza e do meio ambiente.*
- 5. A queima de gases explorados não deverá ser aceita, exceto em períodos de teste.*
- 6. O petróleo da placa continental norueguesa deverá sempre ser desembarcado na Noruega, exceto em casos nos quais motivos sociopolíticos requererem outra solução.*
- 7. O estado deverá estar envolvido e coordenar o interesse norueguês na indústria petrolífera, como também criar uma comunidade petrolífera com ambições nacionais e internacionais.*
- 8. Uma companhia petrolífera estatal a ser criada que cuidará dos interesses comerciais do governo e buscará colaboração com interesses petrolíferos domésticos e estrangeiros.*
- 9. Um padrão de atividade deverá ser selecionado ao norte do 62º paralelo que reflita as condições especiais sociopolíticas vigentes naquela parte do país.*

---

<sup>4</sup> A fonte dos dados deste capítulo é Austvik, Ole Gunnar, 2014: "The Norwegian Petroleum Experience as an Example?" *The International Shale Gas and Oil Journal*, ISG&OJ. Vol 2 Issue 2. pp.18-28, exceto quando devidamente assinalado.

10. *Grandes descobertas de petróleo poderão apresentar novos desafios à política externa norueguesa.* ”<sup>5</sup>

Com a criação da Statoil, uma companhia petrolífera pública, em 1972 pelo *Norwegian Petroleum Directorate (NPD)*, o parlamento assegurou o controle do governo sobre as atividades na placa continental norueguesa através de um modelo tripartidário. A Statoil seria responsável pelas funções comerciais, o NPD pelas funções administrativas e o Ministério de Petróleo e Energia pela gestão central.

Após o referendo de 1972, no qual se baseou a decisão da Noruega de não se juntar a *Comunidade Econômica Europeia (EEC)*, foram aumentados os esforços para a criação de uma política nacional de energia. A primeira crise do petróleo em 1973/74, seguida poucos anos depois pela segunda crise do petróleo em 1979/80, tornou a indústria petrolífera ainda mais lucrativa do que era inicialmente esperado, levando assim, à uma aceleração do desenvolvimento do setor petrolífero norueguês. A nacionalização de companhias petrolíferas e a grande intervenção estatal nos países membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), aumentou a aceitação nacional e internacional de uma forte intervenção estatal no setor energético norueguês. A Statoil veio a ser o instrumento mais importante para o desenvolvimento da indústria petrolífera norueguesa e o principal componente para o desenvolvimento e o controle de toda a indústria do país.

No mesmo ano em que a Statoil foi criada, em 1972, ela recebeu 50% de participação na Norpipe. Norpipe é uma empresa que foi criada para transportar petróleo de Ekofisk para Teesside no Reino Unido e gás natural de Ekofisk até Emden na Alemanha. Além do mais, a Statoil participações em campos de petróleo. Como foi o caso do campo de Statfjord, da qual a estatal recebeu 50% em 1973. O tratamento preferencial dado a empresa não para por aí. A estatal Statoil não precisava pagar os custos durante a fase exploratória dos campos de petróleo, por causa da criação do princípio do “*carried interest*”. Quem arcava com essas despesas eram as outras empresas licenciadas nos respectivos campos de petróleo. Em 1974, foi criado o princípio do “*gliding scale*”, de acordo com o qual a Statoil poderia aumentar a sua participação nos campos até 60-80% uma vez que se iniciasse a produção de petróleo. Vale ressaltar que

---

<sup>5</sup> <http://www.npd.no/en/Publications/Norwegian-Continental-Shelf/No2-2010/10-commanding-achievements/>

ambos os princípios deixaram de serem aplicados a empresas estrangeiras em 1992 e 1993. Para suprir a indústria *offshore* eram preferidas as empresas norueguesas. Esse tipo de política veio a criar uma grande indústria de suprimentos especializada no setor energético. A Noruega, porém, ainda necessitava do capital e da assistência de companhias petrolíferas internacionais. Portanto, empresas estrangeiras eram convidadas para serem sócias minoritárias em campos de petróleo. Após um período de transferência de tecnologias e conhecimento, as empresas norueguesas passavam a substituir as empresas estrangeiras nos respectivos campos de petróleo. Todas as etapas desse processo de transferência de tecnologia e conhecimento precisava ser aprovado pelo *Ministério de Petróleo e Energia (MPE)* visando a estimular a competição e cooperação entre as empresas tendo como objetivo final a maximização do valor de cada licença de exploração.

A cooperação entre empresas norueguesas e as internacionais levou à rápida criação de uma indústria *offshore* competitiva. A partir de 1986, a lucratividade da produção de petróleo passou a declinar. E empresas privadas passaram a ganhar mais importância em relação às empresas públicas. Ficou evidente, também, o quão vulnerável a indústria de óleo e gás é a variações nos preços de petróleo, após os preços atingirem, em novembro de 1998, o patamar mais baixo desde o choque de petróleo de 1973/74. Veja no gráfico abaixo a evolução dos preços do petróleo entre 1970 e 2016:



Figura 1: A evolução dos preços de petróleo 1970-2016

A redução na quantidade de grandes campos de petróleo em desenvolvimento levou ao aumento dos custos unitários da exploração. A necessidade de redução de custos e desenvolvimento tecnológico levou o governo norueguês a se interessar novamente pela cooperação com empresas estrangeiras, dando fim ao período de nacionalização do setor petrolífero.

A política de conteúdo nacional levou ao crescimento e à capacitação das empresas e regiões norueguesas. Mas, com a queda das margens de lucro da produção de petróleo, ficou mais difícil esperar que as empresas petrolíferas norueguesas cumprissem objetivos de interesse nacional.

A variação nos preços de petróleo, o aumento dos custos e a necessidade por novos métodos de produção levaram à busca por novo modelo organizacional, novas tecnologias e novo papel para políticas e indústria, tanto para as empresas petrolíferas quanto para as agências governamentais. O governo norueguês serviu de catalisador e coordenador desse processo de mudança através do *NORSK (Norwegian shelf competitive position) cooperation*. O papel do governo era o de buscar e acomodar novas soluções industriais que levassem em conta os interesses das empresas petrolíferas, a indústria de suprimentos *offshore* e os sindicatos. Como resultado, *NORSOK* contribuiu na introdução de novos modelos organizacionais e tecnologias utilizadas na produção de petróleo.

O processo de busca por novas tecnologias e modelos organizacionais acabou perdendo o folego. A relação entre os diferentes *players* dentro da indústria petrolífera havia mudado.

As empresas de suprimentos passaram a cuidar de certas partes do processo de produção de petróleo, diferentemente do início da indústria quando as empresas petrolíferas eram responsáveis por praticamente todo o processo de produção. O papel do governo através da *Statoil* mudou gradualmente para um papel de regulador da indústria, enquanto as empresas petrolíferas se tornaram os responsáveis pela exploração e produção dos campos de petróleo.

Gradativamente as empresas de suprimentos foram ganhando importância no processo de produção. Tornando-se a segunda maior indústria em termos de receita. Hoje em dia são 1250 empresas na área de suprimentos empregando diretamente 117.000 funcionários<sup>6</sup>, compara às 205.000 empregadas pelo setor petrolífero.

---

<sup>6</sup> <http://www.norskipetroleum.no/en/economy/service-and-supply-industry/>

## 2.3.Statoil<sup>7</sup>

A estatal foi sem dúvida o maior instrumento para assegurar que as atividades relacionadas ao petróleo beneficiassem toda a nação. Com suas enormes receitas e controle nacional sobre a indústria, a empresa era considerada um sucesso na indústria petrolífera. Porém, já se questionava o papel dominante da empresa. Após o segundo choque do petróleo em 1979/80, a receita líquida da empresa se tornou muito alta. Isso levou a Statoil a ter incentivo a aumentar o seu nível de atividade, evitando assim a transferência de impostos para o governo.

Embora a empresa siga políticas estabelecidas pelo governo e tenha como objetivo o bem-estar da nação, ela tinha próprios objetivos. E por isso, ela buscava influenciar decisões políticas. A importância da *Statoil* como força motriz da indústria também passou a ser questionada. Os partidos liberais queriam uma indústria mais diversificada e mais participação da *Hydro* e *Saga* nos campos de petróleo. A *Hydro* e *Saga* foram criadas em 1972, juntamente com a *Statoil*, para realizar o desejo político de existirem 3 empresas petrolíferas norueguesas operando na Noruega. *Hydro* era semiprivada, a *Saga* totalmente privada e a *Statoil* totalmente controlada pelo estado. Juntas, as 3 companhias asseguravam a competição na indústria petrolífera norueguesa.

Foi o líder do partido conservador, Kåre Willoch, que durante os seus dois mandatos (1981-1983 e 1983-1986) fez o primeiro movimento de reduzir a influência da *Statoil*. Em 1984 foram “cortadas as asas” da empresa através de uma reforma (*O ajuste da Statoil*) que visava frear o crescimento excessivo da estatal e evitar que ela exercesse muita influência política. A reforma impôs duas medidas<sup>8</sup>:

1. A participação da *Statoil* nos campos de petróleo foi dividida em duas partes. A menor ficaria com a estatal e a maior com o governo através do *State's Direct Financial Interest (SDFI)*. Dessa maneira o estado tinha controle direto sobre parte da receita dos campos de petróleo e dos gastos. As proporções que a empresa e o governo receberiam variava de campo para campo. O campo de Statjford ficou isento dessa medida, permanecendo assim sob o controle da Statoil.

---

<sup>7</sup> A fonte dos dados deste capítulo é Austvik, Ole Gunnar, 2014: "The Norwegian Petroleum Experience as an Example?" *The International Shale Gas and Oil Journal, ISG&OJ*. Vol 2 Issue 2. pp.18-28, exceto quando devidamente assinalado.

<sup>8</sup>[http://nom.nb.no/var/plain\\_site/storage/original/application/2979c9cc90936f8b9a5cad3d2278b348.pdf](http://nom.nb.no/var/plain_site/storage/original/application/2979c9cc90936f8b9a5cad3d2278b348.pdf)

2. Mudanças nos regulamentos dos votos relativos às licenças de exploração, fazendo com que a *Statoil* não tivesse mais o voto majoritário e poder de veto. Isso forçou a estatal a ter que cooperar com as outras empresas que tem participação no campo de petróleo na tomada de decisões.

O *SDFI* foi criado para administrar as participações diretas do governo nas licenças relativas à a placa continental norueguesa. As receitas obtidas através do *SDFI* entravam diretamente no orçamento do governo, e os investimentos e despesas nos campos eram pagos utilizando o orçamento. Com isso o estado tinha enormes gastos e tinha para si todo o risco durante a fase de investimento de um campo de petróleo, e como contrapartida obtinha toda a receita extraída dos respectivos campos de petróleo. A *Statoil*, porém, permaneceu responsável pela operação e a gestão financeira das participações do *SDFI* nos campos de petróleo.

Os efeitos do processo de “cortar as asas” não foram, inicialmente, muito impactantes para a *Statoil*. O grande campo de *Statjford*, que ficou isento da reforma, era uma grande fonte de receita para a companhia. A reforma fez com que a maior parte das despesas dos campos de petróleo fossem pagas pelo governo através do *SDFI*, o que zerou o fluxo de caixa líquido do estado durante o final dos anos 1980. O ato de “cortar as asas” combinado com a preferência entre os políticos pelas empresas *Saga* e *Hydro*, fizeram a *Statoil* perder bastante do seu poder e influência política.

No final dos anos de 1980 a *Statoil* decidiu entrar no ramo de refino de petróleo, lançando a refinaria *Mongstad*. Ao mesmo tempo, a empresa iniciou o estabelecimento de uma rede de postos de gasolina em todo o país. A refinaria de *Mongstad* acabou se tornando um escândalo após erros no planejamento, má gestão e uma série de erros técnicos. Como resultado o projeto custou mais um bilhão de dólares do que inicialmente previsto. Muitos julgavam que o fato da empresa sempre ter sido tratada preferencialmente acabou tornando-a ineficiente na gestão dos custos. Os membros do conselho executivo e o presidente da empresa renunciaram em consequência disso e por serem acusados de não informar adequadamente o *Ministério de Petróleo e Energia (MPE)*.

Harald Norvik assumiu em 1987 o cargo de Arve Johnsen como presidente da empresa. Ele teve desde o início a intenção de tornar a *Statoil* uma empresa privatizada e multinacional. Em 1999, Harald acabou renunciando como presidente da empresa após

um descontrole nos custos do campo de petróleo de Åsgard. A *Statoil* passou a ser publicamente listada na bolsa de Oslo em 2002.

O sucessor de Harald Norvik, o executivo Olav Fjeld, não tinha experiência política. Mas já havia trabalhado em empresas estatais. Agora que a empresa passava a ser publicamente listada em bolsa, e seu presidente não tinha vínculos com a política, ela passou a não ter mais interesses políticos. A má gestão de custos, porém, permaneceu. Projetos continuaram custando consideravelmente mais do que inicialmente orçado. Em 2003, a empresa foi envolvida num escândalo de corrupção no Irã que ficou conhecido como o *caso de corrupção Rafsanjani-Statoil*<sup>9</sup>. A *Statoil*, na tentativa de obter contratos lucrativos no Irã, contratou a empresa de consultoria do filho do ex-presidente iraniano, Mehdi Hashemi Rafsanjani. A empresa de consultoria, Horton Investments, recebeu em torno de US\$ 15,2 milhões para influenciar políticos iranianos a darem contratos de petróleo à *Statoil*. Como consequência do escândalo, Olav Fjeld entregou a sua renúncia no mesmo ano.

Em 2006, *Statoil* e *Hydro* decidiram fazer uma fusão que acabou sendo concluída em 2007.

Como empresa privatizada, a *Statoil* tinha que publicar todas as suas informações e decisões. Como o interesse dos acionistas poderia não estar alinhado com o interesse do governo. Em consequência disso, o governo criou duas novas agências estatais. A *Petoro*, que cuidaria das participações nos campos de petróleo do *SDFI* e a *Gassco* que passa a ser responsável pela gestão do gás natural. Lembrando que a *Statoil* é responsável de operação e gestão financeira dos campos de petróleo nos quais o governo tem participação através do *SDFI*, além de encarregada pela venda de gás natural do país.

Mesmo com a *Statoil* privatizada, o governo norueguês foi capaz de manter controle sobre a indústria de petróleo. Sendo proprietária de todo o *SDFI* e mantendo uma participação de 70% na *Statoil*, o estado tem influência direta na tomada de decisões do setor petrolífero. A *Statoil* foi fundamental para o desenvolvimento do setor industrial e para cumprir os “*10 oil commandments*”. A criação da estatal em combinação com a preferência por e proteção da indústria norueguesa levou a um setor industrial globalizado líder em projetos offshore.

---

<sup>9</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Statoil\\_corruption\\_case](http://en.wikipedia.org/wiki/Statoil_corruption_case)

## 2.4. The Government Pension Fund Global<sup>10</sup>

Enquanto a indústria de óleo e gás se estabelecia, as outras indústrias norueguesas foram negligenciadas. Para evitar quedas na atividade econômica, o país endividou-se no mercado externo para garantir o consumo e a baixa taxa de desemprego. Os investimentos feitos para contrabalançar os efeitos de uma retração econômica, e a expansão dos gastos do governo, levaram a um aumento de preços. O aumento da demanda agregada, em decorrência das medidas efetuadas pelo governo, levou a uma pressão sobre os salários. Salários mais altos, combinados com a valorização da coroa norueguesa (NOK) em relação às outras moedas europeias tiraram boa parte da competitividade da indústria norueguesa não relacionada ao setor de óleo e gás.

Ao mesmo tempo em que a coroa norueguesa (NOK) se valorizava em relação às moedas europeias, ela se desvalorizava em relação ao dólar americano (US\$).

Com isso as receitas da indústria de petróleo, que são denominadas em dólares americanos, ficaram ainda maiores. E conseqüentemente, foi adicionada ainda mais pressão sobre os preços, afetando a indústria não-petrolífera.

As grandes riquezas provenientes da exploração de petróleo fizeram tanto o governo quanto a população norueguesa negligenciar a indústria não relacionada ao petróleo, que acabou perdendo boa parte de sua competitividade no mercado internacional. Os petrodólares financiavam a baixa taxa de desemprego e, conseqüentemente, a alta dos salários e do bem-estar social. Houve doença holandesa. O nome doença holandesa<sup>11</sup> surgiu nos anos 1960, quando um aumento dos preços do gás elevou significativamente as receitas da Holanda e valorizou o *florim*, que era a moeda da época. A doença refere-se a economias nas quais a exportação de recursos naturais afeta negativamente o setor manufatureiro, devido a apreciação cambial. Os países exportadores de recursos naturais se especializam na produção e extração de recursos naturais e negligenciam o resto da indústria. Como no caso da Holanda, o aumento da receita por conta das exportações de *commodities* levam a uma valorização da moeda,

---

<sup>10</sup> A fonte dos dados deste capítulo é Austvik, Ole Gunnar, 2014: "The Norwegian Petroleum Experience as an Example?" *The International Shale Gas and Oil Journal*, ISG&OJ. Vol 2 Issue 2. pp.18-28, exceto quando devidamente assinalado.

<sup>11</sup> [https://pt.wikipedia.org/wiki/Doença\\_holandesa](https://pt.wikipedia.org/wiki/Doença_holandesa)

que por sua vez afetam negativamente a competitividade do setor manufatureiro. A Noruega passou por uma leve doença holandesa, que foi remediada com uma cuidadosa gestão dos recursos naturais limitando a produção anual de petróleo. O governo determinou nos anos 1970 que o setor poderia produzir entre 50 a 90 milhões toneladas equivalentes (toe) de petróleo.

Em 1986 houve uma forte queda de petróleo, que fez o preço do barril atingir US\$ 25,15<sup>12</sup>. Isso abriu os olhos do governo para o fato de que o setor do petróleo está associado a muito risco. A queda dos preços do petróleo foi acompanhada por uma desvalorização do dólar americano em relação a coroa norueguesa, o que potencializou ainda mais as perdas com a queda do preço do barril de petróleo. Isso afetou fortemente o setor petrolífero, sendo o governo quem saiu mais prejudicado. O governo através do *SDFI*, fortes taxações e participação na *Statoil* está muito exposta a variações dos preços do petróleo.

As perdas com a queda dos preços de petróleo e a experiência macroeconômica dos anos 1970 e 1980 estimularam discussões a respeito da criação de um fundo para o qual seriam transferidos os recursos provenientes da placa continental norueguesa. Com isso o governo pretendia retirar da economia norueguesa as altas receitas de petróleo e transferi-las para o mercado internacional de capitais. A retirada dessas receitas reduziria a pressão sobre os preços domésticos e desvalorizaria a coroa norueguesa, tornando a indústria manufatureira mais competitiva internacionalmente. O fundo tinha como um outro objetivo suavizar os ciclos de preços do petróleo. O fundo geraria uma renda mais constante e de longo prazo, que beneficiaria toda a sociedade por várias gerações.

Em 1990, o Fundo de Petróleo foi criado pelo governo, garantindo que o seu orçamento anual não seria mais influenciado por flutuações nos preços de petróleo. Os petrodólares, que não eram mais convertidos em coroas norueguesas e sim investidos em mercados de capitais no exterior, passaram a pressionar menos a taxa de cambio, e a demanda agregada doméstica foi reduzida. O decreto dos anos 1970, que determinava a produção máxima de petróleo por ano foi revogado, uma vez que os efeitos macroeconômicos da exploração do recurso natural passaram a ser controlados pelo Fundo de Petróleo.

Assim o setor petrolífero pode aumentar a sua produção atendendo à aumentos da demanda internacional e dando margem de manobra para as empresas petrolíferas. O

---

<sup>12</sup> <http://www.macrotrends.net/1369/crude-oil-price-history-chart>

fundo faz parte do orçamento anual do país, que é composto pelas receitas do governo no setor de petróleo, o saldo das transações financeiras relacionadas ao petróleo e o saldo do montante necessário para cobrir o déficit do governo não-relacionado ao petróleo<sup>13</sup>. Um dos princípios fundamentais da política fiscal norueguesa é que o orçamento anual do governo pode usar apenas o retorno real esperado do fundo, que é estimado em 4% ao ano. Isso garante que as receitas do petróleo sejam gradualmente introduzidas na economia norueguesa e ao gastar apenas o retorno sobre o fundo, está se mantendo o capital do fundo beneficiando gerações futuras.

Em 2006, o Fundo de Petróleo foi rebatizado de *Government Pension Fund Global*. O fundo ainda não é utilizado para financiar a previdência social, mas pode vir a ser usado no futuro se necessário. Após 5 anos de sua criação, em 1990 o fundo já possuía NOK 172 bilhões<sup>14</sup> (US\$ 21 bilhões<sup>15</sup>). Para gerenciar o fundo foi criado o *Norges Bank Investment Management*, braço do Banco Central Norueguês, em janeiro de 1998. Em apenas 6 meses a gestora do banco central investiu 40% do fundo em participação acionária nos mercados de capitais estrangeiros. Desde então o fundo tem crescido ano após ano e novas políticas de gestão foram introduzidas. Em seguida são apresentados dados sobre o *Government Pension Fund Global* e a sua estratégia de investimento.

O fundo atingiu em 2015 um valor de mercado de NOK 6.980 bilhões, o que são cerca de US\$ 893 bilhões. O valor de mercado é afetado pelo retorno dos investimentos, a entrada de capital e taxa de câmbio.

No gráfico abaixo podemos observar a evolução do valor de mercado medido em bilhões de coroas norueguesas de 2005 até 2015.

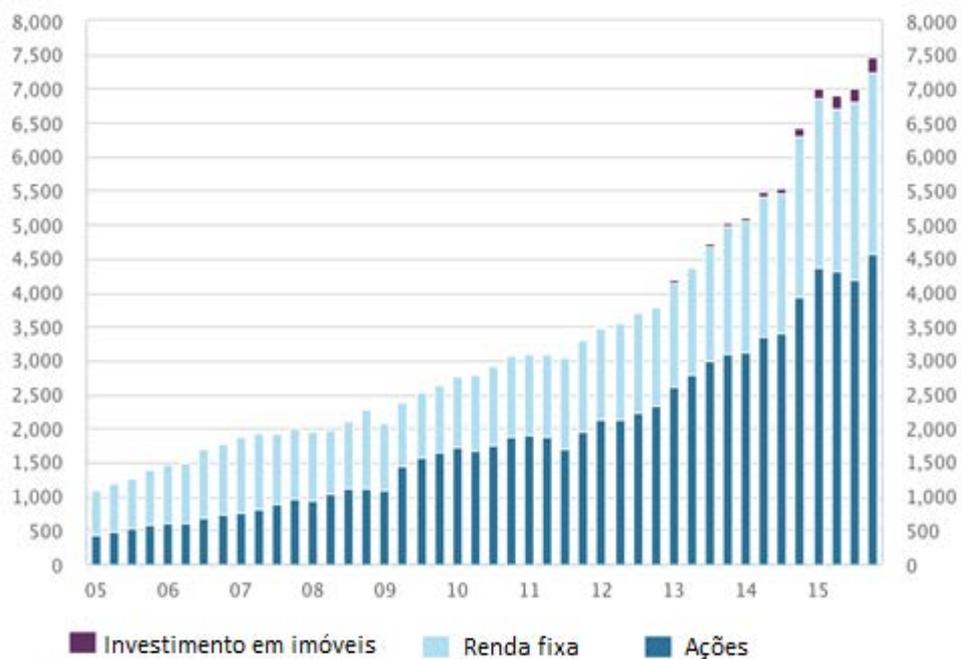
---

<sup>13</sup> Dos Reis e Velloso, João Pedro Cavaleiro: *O modelo norueguês de integração com a União Europeia e o novo modelo de desenvolvimento nórdico*.

<sup>14</sup> <http://www.nbim.no/en/the-fund/history/>

<sup>15</sup> Utilizando as taxas de 02/05/2016

Em bilhões de coroas



Fonte: Banco Central Norueguês

Figura 2: Os ativos do Fundo de Petróleo 2005-2016



Figura 3: A relação US\$/NOK 2006-2016

O fundo visa investimentos diversificados em vários países, diferentes tipos de ativos com risco moderado e retornos de longo prazo. Como é possível ver no gráfico

abaixo, o *Government Pension Fund Global* é investido em três tipos de ativos com diferentes proporções de alocação. O *Norges Bank Investment Management* investe 62,5% do fundo em ações, 35,3% em investimentos de renda fixa e 2,3% em imóveis. A maior parte do fundo é investido na Europa e na América do Norte, cada um recebendo 39% do valor total. Ásia e Oceania recebem conjuntamente 18% dos investimentos e os 4% restantes são investidos nos países restantes. São no total 75 países nos quais o fundo investe. Ele tem participação acionária em 9000 empresas, e possui 1,3% do capital de todas as empresas listadas em bolsa no mundo.

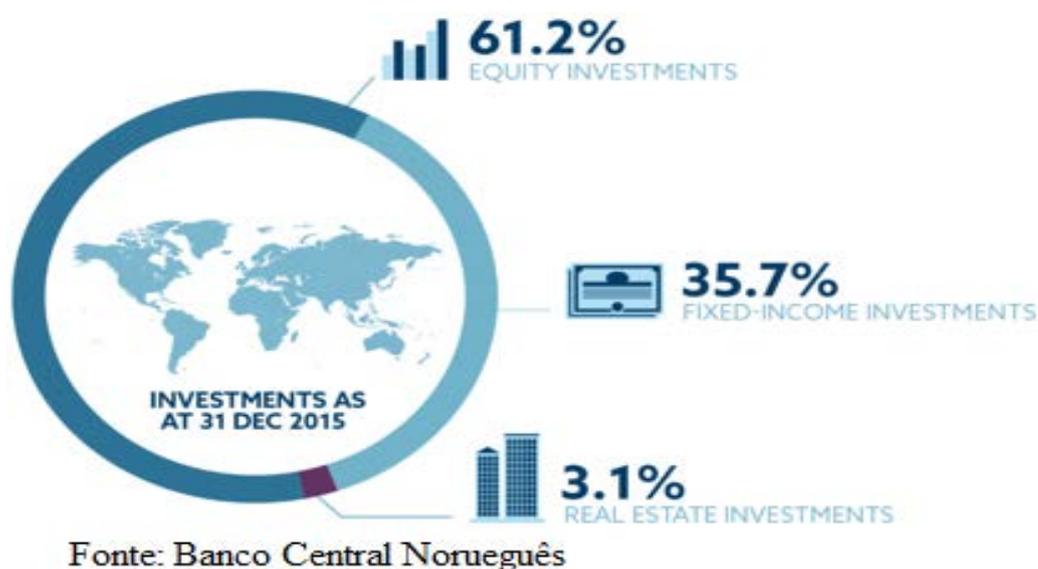


Figura 4: A composição do Fundo de Petróleo 2015

As maiores participações acionárias do *Government Pension Fund Global* são na Nestlé, Novartis, Apple, Royal Dutch Shell e Black Rock. São empresas espalhadas por dois continentes e de diversos setores, o que reflete a estratégia de diversificação de risco do fundo. Da criação do *Norges Bank Investment Management* em janeiro de 1988 até o final de 2015 o fundo apresentou um retorno anual nominal de 5,6% ao ano. Descontando os custos administrativos e a inflação obtemos um retorno anual médio de 3,7%. O gráfico a seguir representa os retornos acumulados anualizados, medidos em percentagem.

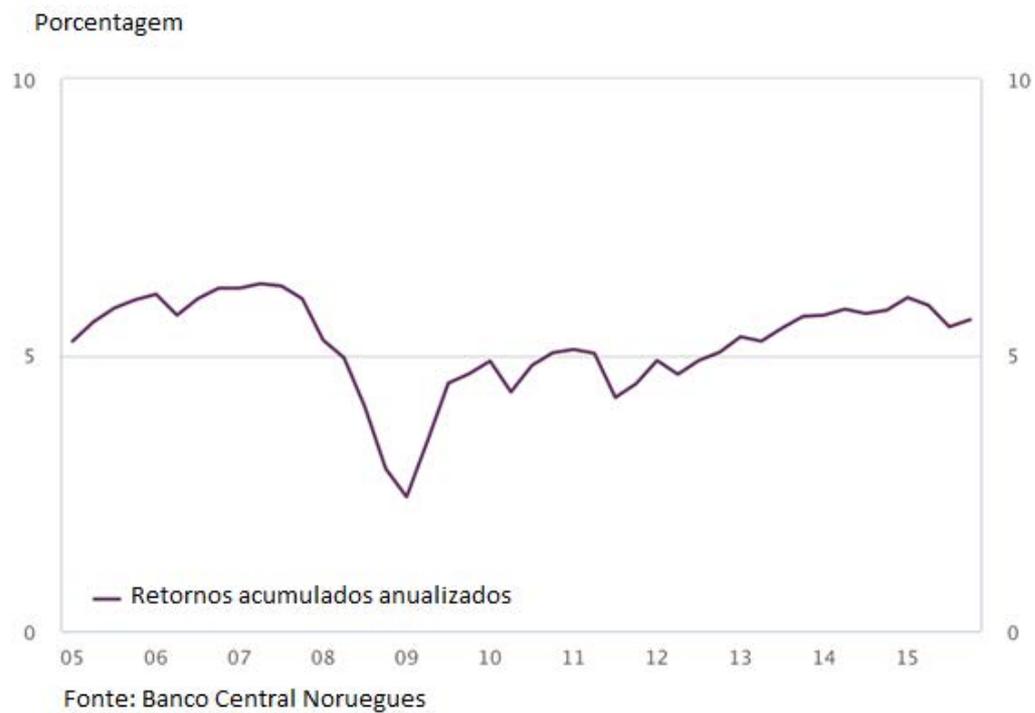


Figura 5: Retornos acumulados anualizados 2005-2015

Desde o início da produção de petróleo em 1971, óleo e gás foram extraídos de 96 poços de petróleo. No final de 2014 havia 78 campos de petróleo em operação. Só em 2014 foram adicionados mais 4 campos e 11 estão em desenvolvimento.



A indústria de óleo e gás é a maior na Noruega medida em valor adicionado, receitas do governo, valor em exportações e investimentos<sup>16</sup>. Cerca de 240.000 pessoas são diretas ou indiretamente contratados pela indústria petrolífera, o que representa 7% da população ativa<sup>17</sup>. Desde o início de produção em 1971, 45% das reservas estimadas de petróleo e gás já foram extraídas e vendidas. Isso representa uma adição de NOK 11.000 bilhões ou US\$ 1,4 trilhão<sup>18</sup> ao PIB norueguês.

No gráfico abaixo estão representadas as parcelas do PIB, investimentos, exportações e receitas do governo que são provenientes do setor petrolífero.

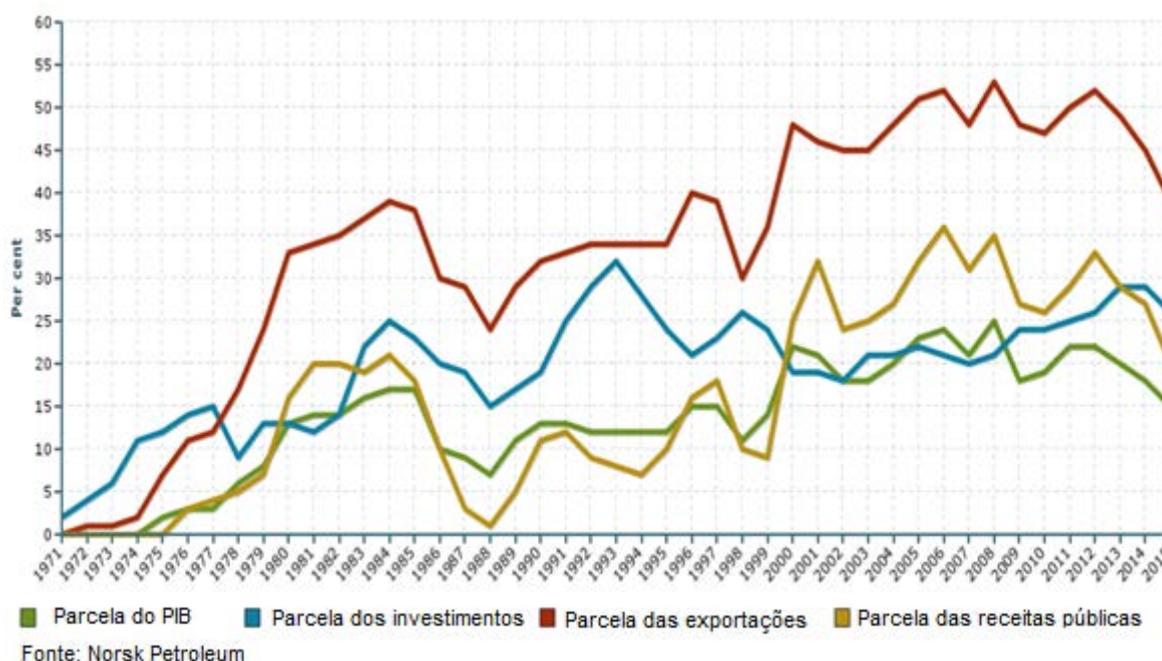


Figura 6: Importância da indústria petrolífera na economia norueguesa

Podemos observar que em 2015 a indústria de óleo e gás é responsável por um pouco menos de 40% das exportações norueguesas. A parcela da receita do governo proveniente do setor de óleo e gás foi de um pouco mais de 20% da receita total no final de 2015. Cerca de 15% do PIB de 2015 foi gerado pela indústria petrolífera. Todos os indicadores caíram durante 2015, o que reflete a forte queda dos preços de petróleo ao longo do ano.

<sup>16</sup> Norsk Petroleum – Acessado em

<http://www.norskpetroleum.no/en/economy/governments-revenues/>

<sup>17</sup> Segundo a OCDE, a Noruega possuía em 3.405.813 habitantes em idade ativa em 2013.

<sup>18</sup> Utilizando a conversão de 25/06/2015

A Noruega se tornou em 2014 o 15<sup>o</sup> maior produtor de petróleo no mundo<sup>19</sup> e é o 8<sup>o</sup> maior exportador, hoje em dia.

---

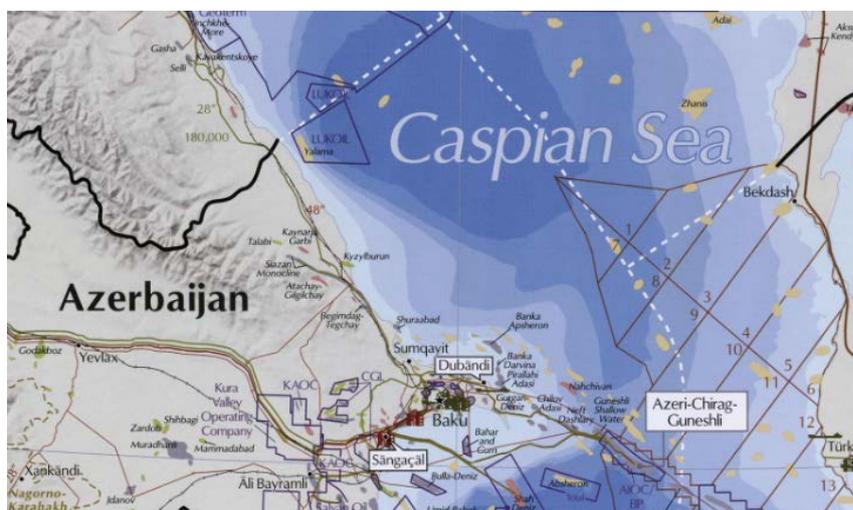
<sup>19</sup> <http://www.eia.gov/beta/international/index.cfm?topl=exp>

### 3. Rússia

#### 3.1. Da descoberta do petróleo na Rússia até a queda da União Soviética<sup>20</sup>

A primeira menção a petróleo na Rússia ocorreu no século quinze. Coletava-se o petróleo da superfície do rio Ukhta<sup>21</sup> para a produção de medicamentos e utilização doméstica. No século 17, quando se começou a noticiar sobre o petróleo do rio Ukhta, diversos viajantes e empreendedores se deslocaram para a Ciscaucásia atrás das riquezas do “ouro negro”. No mesmo século foi construída a primeira refinaria de petróleo e passou-se a transportar derivados de petróleo para Moscou e São Petersburgo.

Há relatos de que no início do século 19 existiam 116 poços de petróleo, que eram cavados a mão, produzindo no total mais de 700 barris de petróleo. Na mesma década houve uma revolução no método de produção de petróleo. Em 1846 foi, pela primeira vez, perfurado o campo de petróleo Bibi-Aybatskon com meios mecânicos, próximo de Baku na Ciscaucásia. Se tornando o campo mais antigo hoje em operação e dando início à moderna indústria de petróleo<sup>22</sup>. Em meados de 1868 foram concedidas licenças para perfuração de poços pelo Czar, levando a rápida multiplicação de campos de petróleo a partir de 1871<sup>23</sup>.



Mapa 3: Baku - Fonte: University of Texas Libraries

<sup>20</sup> Informações retiradas de Goncharova, Oxana ,2013: *Die Ölindustrie in Russland*, exceto quando devidamente indicado.

<sup>21</sup> O rio encontra-se na República de Komi.

<sup>22</sup> Die Literatur - 2016 – Fonte acessada em <http://dieliteratur.eu/index.php?newsid=233856>

<sup>23</sup> Wabweb – 2016 – Fonte acessada em <http://www.wabweb.net/history/oel/baku.htm>

No final do século havia mais de 130 empresas petrolíferas em Baku, das quais apenas 17 eram russas. As empresas restantes eram estrangeiras ou foram financiadas por capital estrangeiro. Um dos maiores financiadores da indústria foi o banqueiro francês Rothschild. Em 1910, 60% dos campos de petróleo eram controlados por três grandes empresas, a Royal Dutch Shell, The Nobel Brothers Oil Partnership e The Main Russian Oil Partnership.

Embora próspera durante muitas décadas, a indústria petrolífera de Baku sofreu um colapso em consequência da revolução russa em 1917. No mesmo ano, as cerca de 300 empresas de petróleo ativas em Baku foram estatizadas. Em 1918 o Azerbaijão se declarou um estado socialista independente, revertendo as estatizações das empresas do setor petrolífero. Porém, como a indústria petrolífera de Baku gerava enormes receitas e era de grande importância para a União Soviética, em 1920 o Azerbaijão foi invadido e anexado. Levou anos para que a produção de petróleo fosse estabilizada e aumentada a produção após a ocupação do Azerbaijão. Em 1940 a produção chegou a 445.824 barris de petróleo por dia, alcançando o seu pico de 510.087 barris diários em 1945<sup>24</sup>. A essa altura, o volume representava mais de 72% da produção total da União Soviética.

Os poços de petróleo se tornaram durante a guerra alvos estratégicos de Hitler, que determinou que Baku fosse invadida. Como consequência, 764 poços de petróleo foram desativados e o maquinário ocioso foi enviado para outras regiões da União Soviética. A guerra foi prejudicial de tal forma para Baku que após a guerra a região nunca voltou mais aos níveis de produção do pré-guerra. O pós-guerra foi caracterizado por novas descobertas de campos de petróleo no mar Cáspio, próximos à costa. As empresas petrolíferas passaram a aterrar ilhas artificiais para construir as estruturas necessárias para perfurar os poços. O maior desses poços é o Neft Dashlary (“rocha de petróleo”). Em 1958 começou o projeto de se aterrar um complexo de ilhas artificiais com área de 7000 hectares a 45km da costa. As ilhas eram grandes o suficiente para comportarem cidades inteiras para os funcionários da indústria. A década de 60 foi marcada pelo desenvolvimento e expansão de exploração de petróleo *offshore*. Mais de 1300 ilhas foram aterradas e conectadas por pontes, alcançando um tamanho total de 450km de extensão. Dessas ilhas foram extraídas, durante os últimos 60 anos, mais de

---

<sup>24</sup> Agayev, Vagif; Ahkundov, Fuad; Aliyev, Fikrat T.; Agarunov, Mikhail – *World War II and Azerbaijan -1995* - Fonte acessada em [http://www.azer.com/aiweb/categories/magazine/32\\_folder/32\\_articles/32\\_ww22.html](http://www.azer.com/aiweb/categories/magazine/32_folder/32_articles/32_ww22.html)

1,1 bilhão de barris de petróleo, o equivalente a 160 milhões de toneladas métricas<sup>25</sup>. Com isto Baku perdeu o lugar de maior produtor de petróleo da União Soviética para a região Volga-Ural, que ficou conhecida como “segunda Baku”.



Fonte: USGS

Mapa 4: Volga-Ural

Já em 1960, 85% da produção total de 2,4 milhões barris diários de petróleo da União Soviética era proveniente da região Volga-Ural. Com o avanço tecnológico na exploração de petróleo, novos campos foram prospectados e perfurados, como por exemplo, no leste da Sibéria. O maior campo de petróleo da União Soviética foi descoberto nesta região em 1956.

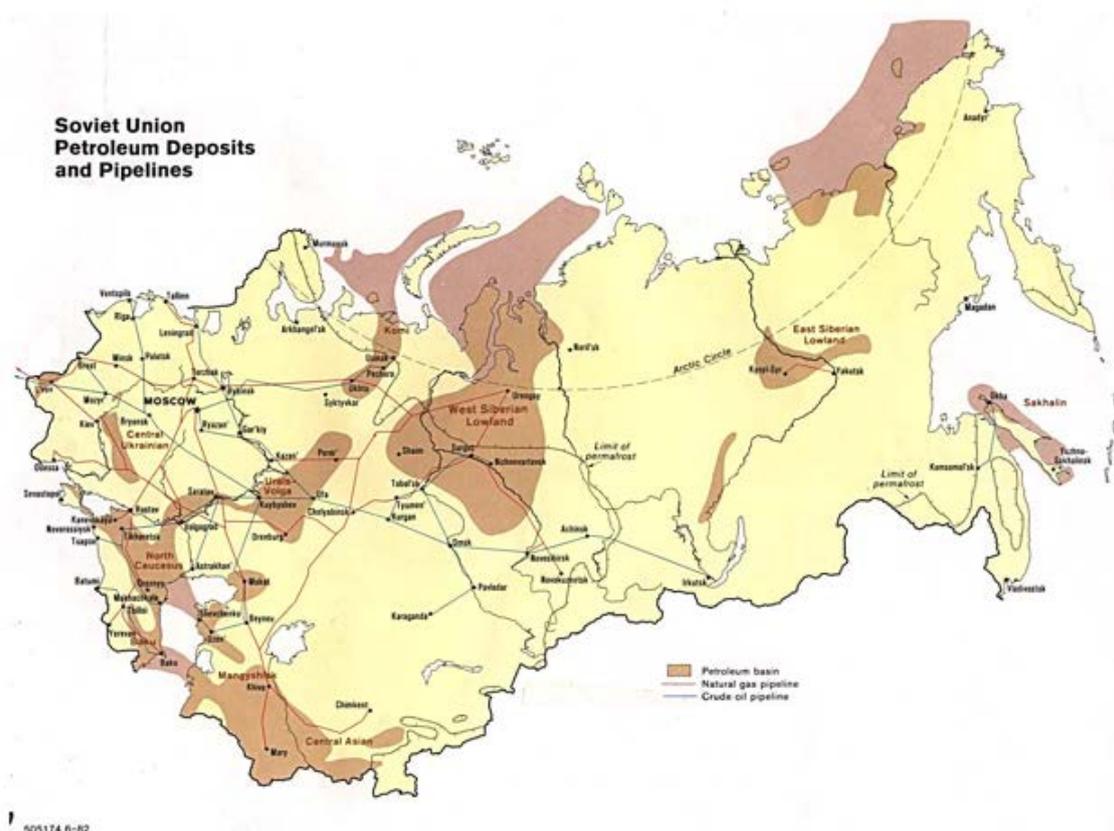
A antiga União Soviética passou a exportar petróleo pela primeira vez em 1960. As exportações eram destinadas a países socialistas tais como Vietnã, Mongólia, Cuba e partes do leste europeu. Na década seguinte os países da Europa ocidental passaram a receber petróleo soviético, principalmente a Alemanha e Itália. Com o déficit na oferta de petróleo, desencadeado pela Guerra dos Seis Dias em 1967<sup>26</sup> e a guerra do Yom Kippur

<sup>25</sup> Igorev, Vladimir – *A Man-Made Island of Oil Treasures* – 2010 - Fonte acessada em <http://www.oilru.com/or/44/925/>

<sup>26</sup> Encyclopaedia Britannica – 2016 – Fonte acessada em <http://global.britannica.com/event/Six-Day-War>

em 1973<sup>27</sup>, e o consequente aumento dos preços de petróleo pela OPEP, a Europa foi forçada a importar mais petróleo da União Soviética. Em 1980 foi alcançado o pico de exportações para os países socialistas, e quatro anos depois, em 1984, o auge das exportações para o mundo. Neste ano foram exportadas 172.000.000 toneladas de petróleo, o equivalente a 3.454.136 barris/dia.

Em 1988, com 12,45 milhões de barris por dia, foi alcançado o pico de produção de petróleo. Porém, desse ano em diante, a produção caiu ano após ano até a quebra da União Soviética em 1991, quando produziu 10.31 milhões de barris por dia. Como consequência, houve o colapso adicional na produção de petróleo, levando a uma produção de 7,8 milhões de barris por dia em 1992.



Fonte: University of Texas Libraries

Mapa 5: Regiões produtoras de petróleo e as pipelines para o transporte de óleo e gás.

<sup>27</sup> Encyclopaedia Britannica – 2016 – Fonte acessada em <http://global.britannica.com/event/Yom-Kippur-War>

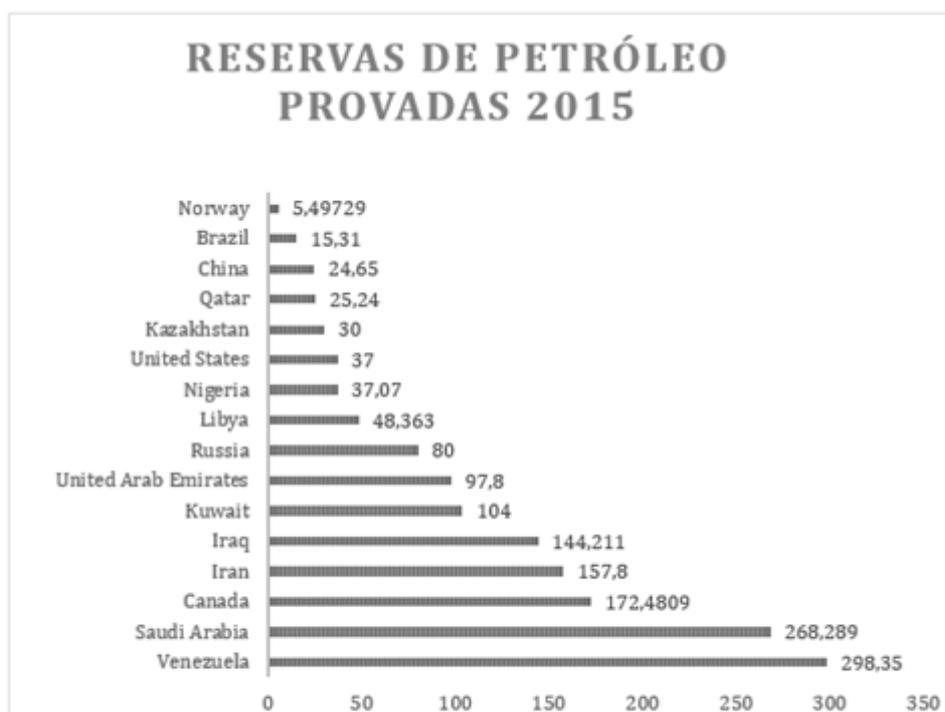
### 3.2. Reservas

De acordo com o *The World Factbook* da CIA (*Central Intelligence Agency*), a Rússia possui 80 bilhões de barris em reservas provadas.

As reservas de petróleo são classificadas pelo *World Petroleum Council*, que usa a probabilidade de extração como critério. De acordo com este conselho existem três tipos de reservas:

- 1P (proved): probabilidade de extração > 90%
- 2P (proved +probable): probabilidade de extração > 50%
- 3P (proved+probable+possible): probabilidade de extração >10%

As reservas classificadas como “não provadas” são aquelas que forem avaliadas como 2P e 3P pelo *World Petroleum Council*<sup>28</sup>.



Fonte: Elaboração própria com dados de Goncharova, Oxana , 2013: *Die Ölinindustrie in Russland*

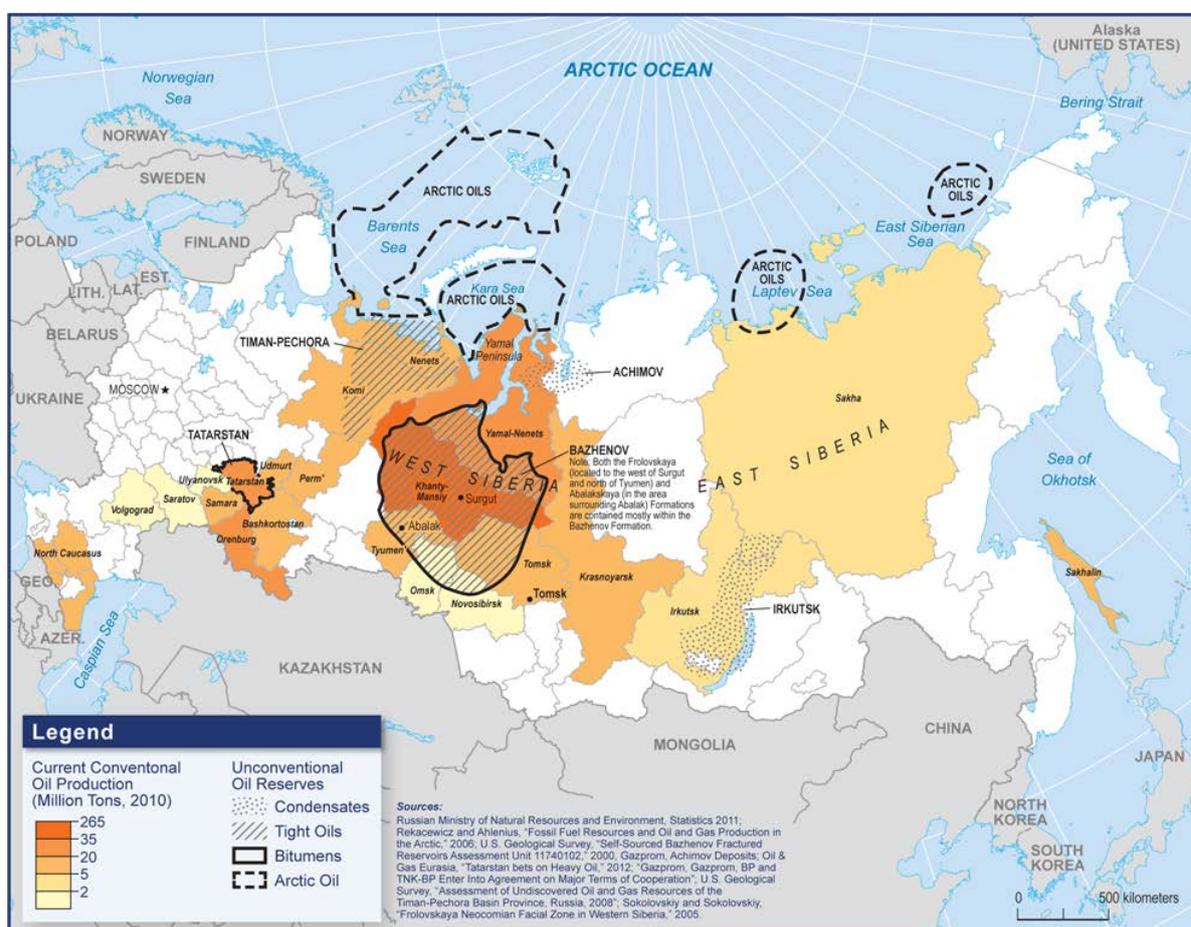
Figura 7: As reservas provadas dos maiores produtores - 2013

A Rússia ocupa o oitavo lugar no ranking das maiores reservas provadas, ficando apenas atrás da Venezuela, Arábia Saudita, Canada, Iran, Iraque, Kuwait e os Emirados Árabes.

<sup>28</sup> Goncharova, Oxana , 2013: *Die Ölinindustrie in Russland*

### 3.3. As regiões produtoras

Podemos dividir a Rússia em dez regiões produtoras. Entre elas está a região Volga-Ural, que era a maior produtora da União Soviética até ser superada pela Sibéria Ocidental. Hoje em dia, ela ainda produz 21% do petróleo russo. O maior campo de petróleo é o *Romashkinskoye*, descoberto em 1948 e operado pela *Tatneft*<sup>29</sup>. Com uma produção de 6,5 milhões de barris de petróleo por dia, a Sibéria Ocidental é a maior região produtora. Ela por si só é responsável por cerca de dois terços da produção russa. Os dois maiores campos de petróleo se encontram nessa região, *Priobskoye* e *Samotlor*, que representam 20% da produção total na Sibéria Ocidental. As regiões restantes produzem aproximadamente 15% da produção total russa.



Mapa 6: Regiões produtoras de petróleo – Fonte: EnerGeoPolitics

Na tabela abaixo estão representadas as dez regiões, sua produção diária medida em milhares de barris e a participação na produção total.

<sup>29</sup> Petrolífera russa, cujo principal acionista é a República do Tartaristão, membro da Federação Russa.

<b>Produção por região</b>	<b>Milhares de barris/dia</b>	<b>%</b>
Sibéria Ocidental	6.507	64,2%
Volga-Ural	2.101	20,7%
Arcangel	454	4,5%
Sacalina	295	2,9%
República de Komi	277	2,7%
Krasnoyarsk	255	2,5%
Iacútia	88	0,9%
Caucásia do Norte	78	0,8%
Irkutsk	58	0,6%
Kaliningrado	28	0,3%
	<b>10.141</b>	

Tabela 1: Produção de petróleo por região na Rússia

Fonte: Traduzido de Goncharova, Oxana ,2013: *Die Ölindustrie in Russland*.

### 3.4.Particularidades do mercado de petróleo russo

A indústria de petróleo é o setor econômico de maior importância na Rússia, portanto, é fundamental entender como a exploração de petróleo é regulada. Existem diversas leis que determinam como atividades devem ser exercidas no mercado energético, mas ao mesmo tempo, não existe uma um conjunto de leis específicas para o petróleo. Sendo assim, a Rússia é o único país produtor de petróleo que não possui leis específicas para a indústria petrolífera. Por conta disso, o Ministério de Minas e Energia em cooperação com outras agências federais passou a desenvolver em 2009 um esboço para um conjunto de leis especificamente para a exploração de petróleo.

As leis existentes não contemplam toda a cadeia de produção da indústria petrolífera, mas se referem a recursos naturais como um todo. Na Rússia o Estado é o proprietário de todos os recursos naturais, e por conta disso, existem leis em vigor, sob supervisão do Ministério de Minas e Energia, que regulam as atividades exploratórias dos recursos naturais.

A lei mais importante, relevante para a indústria de petróleo, é a sobre *as riquezas dos recursos minerais*, publicada em 1992<sup>30</sup>. Ela cria o arcabouço legal para o investimento e exploração dos recursos naturais, que são de propriedade do governo

<sup>30</sup> Hermann, Lucas: *Global Market Research, A guide to the oil & gas industry 2010*, Deutsche Bank, p. 291-292 - Fonte acessada em <http://www.wallstreeoasis.com/files/DEUTSCHEBANK-AGUIDETOTHEOIL%EF%BC%86GASINDUSTRY-130125.pdf>

russo, e determina a emissão de licenças para as empresas petrolíferas. O governo tem todo o poder de emitir licenças e as revogar quando achar necessário ou for de interesse do Estado. As licenças necessárias pelas firmas petrolíferas são concedidas pelo Ministério de Recursos Naturais. Elas tipicamente têm uma validade de 5 anos para o período de exploração e 20 anos para o período de produção.

Desde a sua criação ela foi alterada diversas vezes, a última sendo feita em 2008, quando foi introduzido um adendo que restringe a aquisição ou tomada de controle de empresas do setor energético por estrangeiros. E de fato, durante o governo de Putin, o Estado, querendo usar os recursos naturais para fins políticos e estratégicos, passou a desapropriar petrolíferas privadas e estrangeiras. Em 2004, o governo dissolveu a *Yukos*, uma petrolífera privada que na época era a maior produtora de petróleo do país. E empresas estrangeiras tiveram desapropriadas as suas participações, em companhias e campos de petróleo russos, sob alegações de estarem infringindo cláusulas das licenças.

Uma variedade de ministérios participa na indústria petrolífera. O ministério da Fazenda russo é responsável pela política de taxação do setor energético, enquanto que o ministério do Desenvolvimento influencia os preços e reformas no setor energético. Existem também as agências reguladoras, como a comissão energética que é responsável pelas tarifas do transporte de petróleo, a comissão para política nos mercados de petróleo e a comissão de proteção do comércio exterior que determina os impostos sobre a exportação de petróleo.

### 3.5. Organização do mercado energético

O setor energético russo passou durante os anos 90 por uma fase de privatização. Através de um procedimento chamado de *empréstimo por ações*, no qual o governo russo dava como colateral de seus empréstimos uma participação nas empresas petrolíferas. Esse procedimento recebeu este nome, pois na medida em que o governo não quitava os seus créditos, os credores se apropriavam de participações nas petroleiras estatais, até, finalmente, terem em sua posse todas as ações da companhia<sup>31</sup>. Dessa maneira, 12 empresas petrolíferas foram privatizadas a um preço muito baixo. Isto foi visto por muitos como injusto, pois possibilitou a ascensão de uma classe oligárquica. Esse processo empobreceu a população, corrompeu boa parte da classe política e transferiu bons ativos das empresas de petróleo para as mãos dos credores, deixando essas empresas à beira da falência<sup>32</sup>.

O principal motivo pelo qual o governo concordou com esse esquema de privatização foi monetário. Os ganhos com a privatização já estavam embutidos no orçamento e eram necessários para financiar o déficit do governo e evitar o retorno da hiperinflação vivenciada no início dos anos 90. Além do mais, era do interesse do governo atrair, através da privatização, bons executivos para as grandes empresas do país. E, de fato, após a consolidação das empresas por parte dos oligarcas, elas obtiveram uma performance superior ao das empresas estatais o que ajudou a estimular o crescimento econômico a partir de 1999.

A partir de 2003 houve um movimento em direção a estatizar a produção de petróleo<sup>33</sup>. A princípio o Estado é o proprietário de todos os recursos naturais. Mas a produção de petróleo depende de duas partes: o proprietário do petróleo (o Estado) e as empresas petrolíferas. As duas possuem interesses econômicos diferentes e têm diferentes poderes de barganha ao longo do ciclo de exploração. Inicialmente as petrolíferas têm mais poder de barganha por possuírem o capital e assumirem o risco. Uma vez que o investimento foi feito e os retornos passam a encher o caixa das empresas, o governo tem

---

<sup>31</sup> Pritzkow, Sebastian: Das völkerrechtliche Verhältnis zwischen der EU und Russland im Energie-sektor, Beiträge zum ausländischen öffentlichen Recht und Völkerrecht 227, Berlin Heidelberg, 2007: Springer, p.16

<sup>32</sup> Treisman, Daniel: „Loans for Shares“ Revisited, Cambridge 2010

<sup>33</sup> Pritzkow, Sebastian: Das völkerrechtliche Verhältnis zwischen der EU und Russland im Energie-sektor, Beiträge zum ausländischen öffentlichen Recht und Völkerrecht 227, Berlin Heidelberg, 2007: Springer, p.16

maior poder de barganha, pois as empresas precisam pagar impostos, que são estabelecidos pelo governo.

As metas estabelecidas pelo governo e pelas empresas diferem entre si, como também em relação à maneira como se mede performance e sucesso. As empresas estão mais preocupadas com o tempo presente e o retorno para os seus acionistas. Enquanto o governo, teoricamente, está mais preocupado com o longo prazo e o bem-estar da sociedade e das gerações futuras. As petrolíferas tendem a produzir e vender o petróleo da maneira mais rápida possível. E essa tendência tende a ser ainda mais acentuada na Rússia devido ao risco político envolvido.

Esse descasamento de interesses é reforçado por uma assimetria de informação entre o agente e o principal. No caso, as petrolíferas são os agentes e o principal é o governo. O principal consegue observar as ações do agente, mas não possui o mesmo tipo de informação que o agente possui. O agente possui o conhecimento, a tecnologia e os recursos e tem como controlar de que maneira distribui o risco sobre o capital, ativos e preços. Além de determinar como distribuirá os lucros. As petrolíferas podem trabalhar em seu próprio interesse e o de seus acionistas sem o governo ter a capacidade de observar isto. Mas as empresas são obrigadas a pagar impostos, licenças e royalties.

### **3.6.As empresas petrolíferas**

Por causa dos altos custos de exploração e produção e do *know how* necessário, há uma tendência de formação de oligopólios no mercado de petróleo. E esse também é o caso no mercado de petróleo russo.

Podemos dividir a indústria de petróleo em 3 partes. A primeira é a *Upstream*, que engloba o processo de prospecção e exploração de petróleo. Em seguida temos o *midstream*, em que o petróleo é transportado e refinado. E por fim o *downstream* que é a etapa onde os produtos da refinaria são transportados e vendidos ao consumidor final. Quando uma empresa controla todas as 3 etapas, diz-se que ela é verticalmente integrada.

As maiores empresas petrolíferas russas são verticalmente integradas. As nove maiores são: Rosneft, Lukoil, Surgutneftegaz, Gazprom Neft, Tatneft, Gazprom, Slavneft, Russneft e Bashneft.

Petrolífera	Produção diária (em milhares barris)	Reservas (em mm barris)	Valor de mercado (milhões USD)	Porcentagem da produção total
Rosneft	3.997	43.085	36.530	38%
Lukoil	1.703	13.552	26.870	16%
Surgutneftegaz	1.224	6.900	17.723	12%
Gazprom Neft	640	10.285	9.070	6%
Tatneft	526	6035	9.594	5%
Gazprom	340	6.270	40.837	3%
Slavneft	335	7.831	810	3%
Bashneft	320	3.236	5.660	3%
Russneft	316	4.285	-	3%
Outras	1027	-	-	10%

Tabela 2: Produção de petróleo das maiores petrolíferas russas, suas reservas e valor de mercado - 2013

Fonte: US Energy Information Administration, Bloomberg, relatórios anuais das empresas e EIA.

As petrolíferas russas dominam o mercado doméstico. Após a privatização das empresas de petróleo na década de 90, houve a consolidação, que criou, assim, as grandes petrolíferas que observamos hoje. Poucas empresas estrangeiras conseguiram ingressar no mercado doméstico russo. Uma delas é a BP (*British Petroleum*)<sup>34</sup> que em 2003 investiu na TNK, formando a TNK-BP<sup>35</sup> que se tornou uma das maiores petrolíferas na Rússia<sup>36</sup>. No ano seguinte a ConocoPhillips<sup>37</sup> comprou do governo os 7,6% de

<sup>34</sup> BP at a glance – Fonte acessada em <http://www.bp.com/en/global/corporate/about-bp/bp-at-a-glance.html>

<sup>35</sup> Em 2004 a BP (British Petroleum) anunciou em conjunto com a AAR (Alfa-Access-Renova), um consórcio russo, a criação da TNK-BP. Ambas as partes contribuíram com algumas de suas subsidiárias para formar a *joint venture*.

<sup>36</sup> <https://en.wikipedia.org/wiki/TNK-BP>

<sup>37</sup> <http://www.conocophillips.com/who-we-are/our-company/Pages/default.aspx>

participação que ele possuía na Lukoil. Desde então, outras empresas estrangeiras não obtiveram sucesso em ingressar no mercado doméstico.

Rosneft, a petrolífera estatal, é atualmente o maior produtor de petróleo na Rússia. Após a aquisição, por conta da liquidação da *Jukos*, ela se tornou um dos maiores produtores globais. A *Jukos* fundada por Michail Chodorkoski depois do colapso da União Soviética, já foi o maior produtor russo. Chodorkoski foi preso em 2003 e condenado em 2005 a 8 anos de prisão por sonegação. Após novas acusações acabou sendo condenado a 15 anos na cadeia, porém, foi liberado após 10 anos e hoje em dia vive em Londres. Do momento em que Chodorkoski foi preso adiante, o governo acusou a *Jukos* de sonegar 27 bilhões de dólares e congelou os ativos da empresa. Como consequência a *Jukos* foi liquidada e a Rosneft adquiriu uma grande parte da empresa por preços abaixo do mercado. Diversas cortes estrangeiras concluíram posteriormente que a real intenção do governo era quebrar a *Jukos* para adquirir seus ativos por motivos políticos contra Michail Chodorkowski. Em 2014, no maior processo de arbitragem da história, o governo russo foi condenado a indenizar os antigos proprietários da *Jukos* em 50 bilhões de dólares, que até hoje não foram pagos<sup>38</sup>. Em março de 2013 os presidentes da *Rosneft* e *BP PLC* se encontraram com o presidente Putin e anunciaram a venda de 50% da TNK-BP, a participação da BP na *joint venture*, para a *Rosneft*. A BP recebeu US\$ 55 bilhões por sua participação na TNK-BP, sendo US\$ 16.7 bilhões em dinheiro e 12,8% em participação na *Rosneft*. Os outros 50% da TNK-BP foram adquiridos da ARR<sup>39</sup> por US\$ 27,7 bilhões, tornando a *Rosneft* um dos maiores produtores do mundo e superando a *Exxon Mobil*<sup>40</sup>.

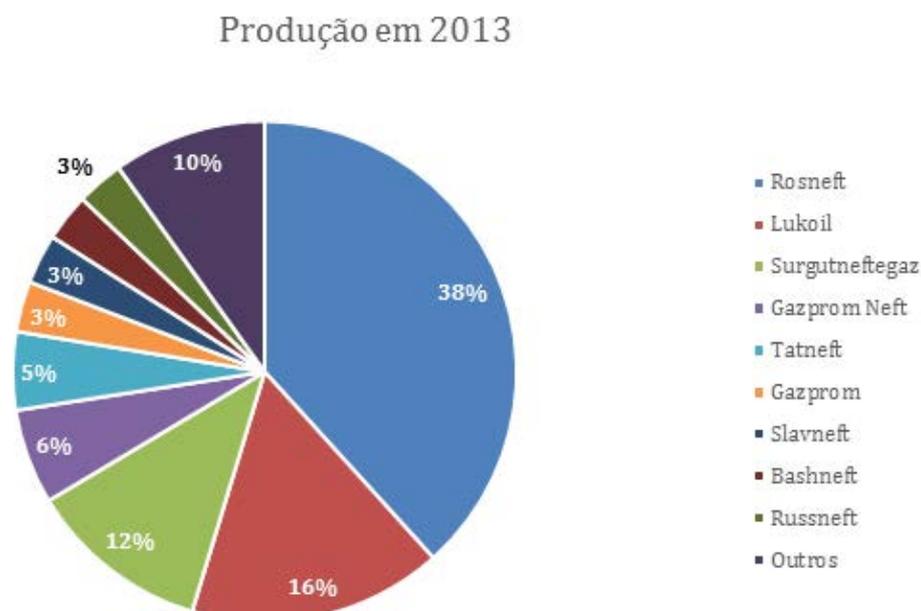
Apenas as seis maiores petrolíferas (Rosneft, Lukoil, Surgutneftegaz, Gazprom Neft, Tatneft e Gazprom) são responsáveis por 81% de toda a produção de petróleo no território russo.

---

<sup>38</sup> Goncharova, Oxana ,2013: *Die Ölindustrie in Russland*

<sup>39</sup> Consórcio formado por oligarcas, controlador do Alfa Bank, Alfa Capital, Tyumen Oil e diversas lojas de construção e supermercados.

<sup>40</sup> Marson, James , 2013- *Rosneft Completes \$55 Billion Takeover of TNK-BP* - 2013, Fonte acessada em <http://www.wsj.com/articles/SB10001424127887324103504578374184188808640>



Fonte – Elaboração própria com dados da EIA

Figura 8: Produção das maiores empresas petrolíferas como parcela da produção nacional.

### 3.7. The National Welfare Fund and the Reserve Fund

A prosperidade da economia russa é fortemente atrelada aos preços de petróleo. Por isso foi criado em 2004 o *Stabilization Fund*, a fim de reduzir as flutuações econômicas causadas pela volatilidade dos preços de petróleo. Quando os preços estavam altos, o fundo acumulava os petrodólares, evitando assim pressões inflacionárias. Retirando o excesso de riquezas provenientes da indústria de petróleo, limitava-se o efeito da doença holandesa sobre a economia. E quando os preços estivessem baixo, os rendimentos do fundo ou o próprio principal poderiam ser usados para compensar déficits orçamentários<sup>41</sup>. No momento em que o preço por barril de petróleo *Ural*<sup>42</sup> caísse abaixo de US\$ 27 o fundo poderia ser usado no orçamento. Inicialmente foram colocados US\$

<sup>41</sup> Chevrier, C., 2009. Sovereign Wealth Funds in Russia. *Revue d'Economie Financière*. 73-81

<sup>42</sup> Tipo de petróleo da região Volga-Ural

3,73 bilhões no fundo, mas que por causa da constante alta de preços evoluiu rapidamente ao longo dos próximos 4 anos. Em 2008 o fundo já havia acumulado US\$ 157,38 bilhões, mesmo tendo sido usado para antecipar o pagamento da dívida externa russa e a capitalização de instituições financeiras que apoiassem projetos de desenvolvimento econômico.

No início de 2008, com o objetivo de expandir as funções do fundo, o *Stabilization Fund of the Russian Federation* foi dividido em dois fundos: o *Reserve Fund* e o *National Wealth Fund*. Enquanto o *Stabilization Fund of the Russian Federation* acumulava apenas as riquezas geradas pela produção e exportação de petróleo, o *Reserve Fund* e *National Wealth Fund* acumulam, também, receitas provenientes da produção e venda dos produtos derivados de óleo e gás<sup>43</sup>. Essas receitas são constituídas pelos impostos sobre a produção de óleo e gás, tarifa de exportação de petróleo e gás e tarifas de exportação de produtos derivados do petróleo. Todos os anos determina-se o quanto das receitas do setor de óleo e gás pode ser usado no orçamento do governo. O tamanho do repasse para o orçamento é determinado por uma lei federal que estabelece que o equivalente a 3,7% do PIB projetado para aquele ano seja transferido da receita de óleo e gás para o orçamento. O restante das receitas é transferido para o *Reserve Fund*. Há, porém, um limite de captação estabelecido para o fundo, determinado por lei federal. O fundo pode acumular o equivalente a 10% do PIB projetado para o ano. Todo o excedente das receitas do setor de óleo e gás é transferido para o *National Wealth Fund*.

---

<sup>43</sup> Ministry of Finance of the Russian Federation – Fonte acessada em: <http://old.minfin.ru/en/reservefund/mission/>

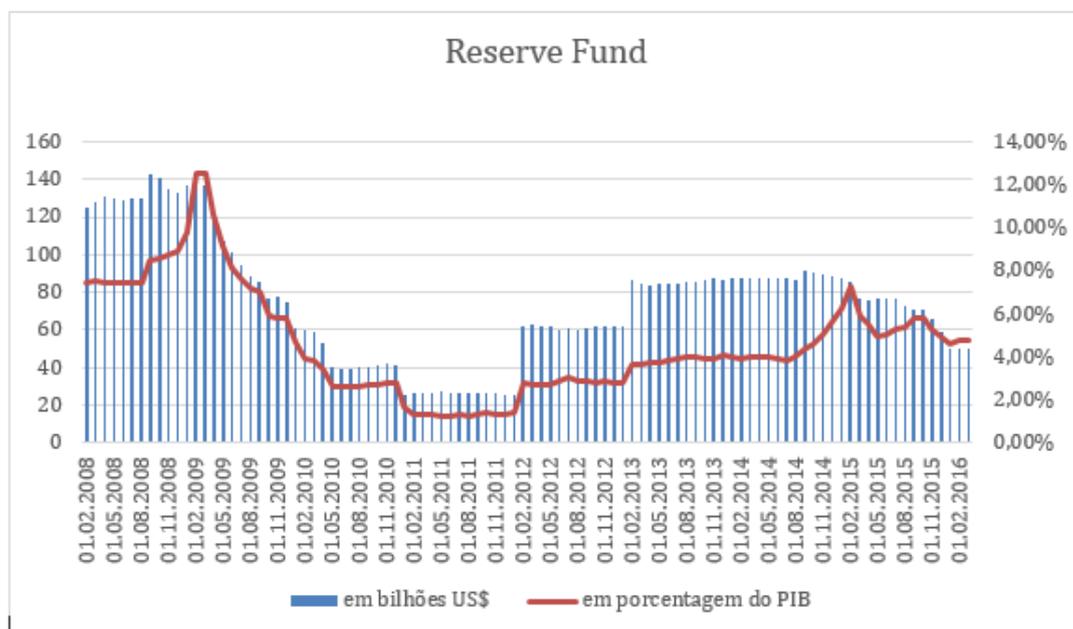


Fonte: Elaboração própria com informações do Ministério da Fazenda russo.

Figura 9: As transferências para os fundos de petróleo

O *Reserve Fund* visa o curto prazo, investe em títulos estrangeiros e herdou a função de esterilizar a oferta monetária e amortecer flutuações na economia causadas por mudanças dos preços de petróleo. O fundo absorve o excesso de receita gerado pela indústria de óleo e gás, protegendo assim a economia de pressões inflacionárias e amortece os impactos das flutuações dos preços de petróleo. Os ativos do *Reserve Fund* são fruto de impostos e alíquotas sobre a produção e exportação de óleo e gás e seus derivados, e os ganhos com os investimentos efetuados no exterior.

No gráfico abaixo, a evolução do saldo do fundo e a proporção do PIB:



Fonte: Gráfico próprio com dados do Ministério de Finanças da Federação Russa.

Figura 10: O saldo do *Reserve Fund* 2008-2016

Pelas normas orçamentárias, um mínimo de 50% do fundo precisa ser investido em títulos soberanos de países aprovados pelo governo. Até 30% pode ser investido em títulos de dívida de instituições públicas e bancos centrais de 14 países, ou investir no máximo 15% em títulos de dívida de instituições financeiras internacionais e até 30% em depósitos em instituições financeiras internacionais<sup>44</sup>.

O *National Wealth Fund* tinha, inicialmente, a permissão para investir em ativos do mercado financeiro russo. Cujas aquisição, devido ao seu alto risco, era proibida para o *Reserve Fund*. Investir no mercado financeiro em Moscou possibilitaria uma rentabilidade maior do fundo e ao mesmo tempo contribuir para a indústria financeira nacional. Isto, porém, ia contra o principal objetivo da criação desses fundos, que é a esterilização das rendas de petróleo e gás. Por tanto, para exercer a função do fundo e poder estimular o mercado financeiro doméstico, foi determinado pelo Ministério de

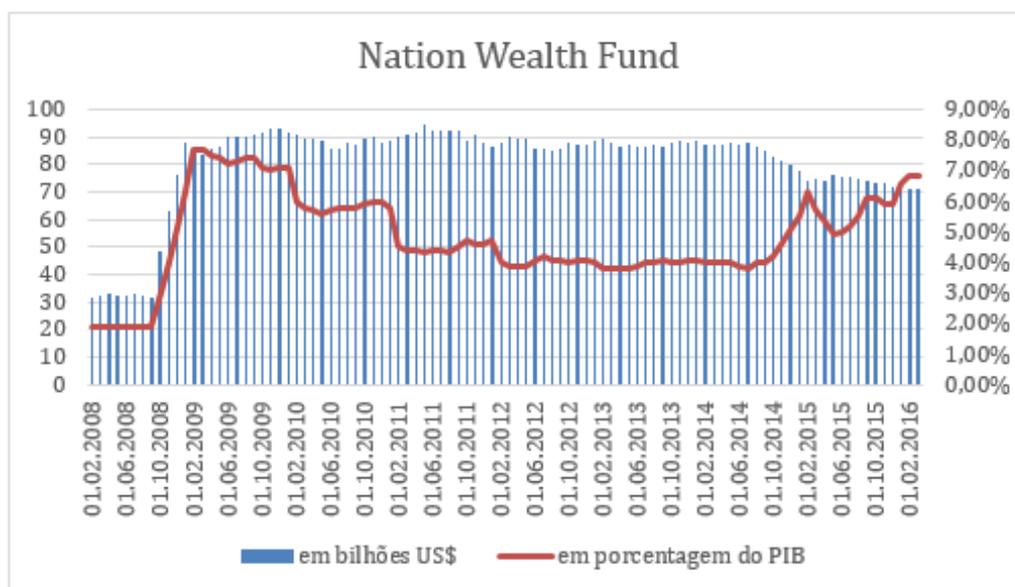
<sup>44</sup> Chevrier, C., 2009. Sovereign Wealth Funds in Russia. *Revue d'Economie Financière*. P.73-81

Finanças que até 40% do fundo pode ser denominado em rublos e investidos em títulos públicos russos através do banco de desenvolvimento *Vnesheconombank*.

Os 60% restantes podem ser investidos em títulos soberanos, títulos de dívida de bancos centrais e agências estatais, dívida de entidades legais, fundos de investimentos estrangeiros ou depositados no banco central russo. Dessa maneira, a maior parte da renda do petróleo é mantida fora da circulação interna do país, evitando pressões inflacionárias.

Enquanto o *Reserve Fund* tinha como função primária a estabilização do orçamento federal e a esterilização dos grandes fluxos de renda, o *National Wealth Fund* tem como principal objetivo o financiamento do sistema de previdenciário russo.

No gráfico abaixo, a evolução do saldo do fundo e a proporção do PIB:



Fonte: Gráfico próprio com dados do Ministério de Finanças da Federação Russa.

Figura 11: O saldo do *National Wealth Fund* 2008-2016

## 4. O mercado de petróleo

### 4.1. Precificação do petróleo

Com o *status* de petróleo como uma commodity global de alta demanda, existe a preocupação de que grandes flutuações no seu preço podem ter um impacto econômico significativo. Enquanto que geralmente a teoria econômica nos diz que o preço de um bem é gerado pela sua oferta e demanda, um outro grande fator influencia a determinação do preço do petróleo: o que alguns especialistas chamam de sentimento do mercado.

O conceito de oferta e demanda é bastante simples e talvez um dos principais conceitos das Ciências Econômicas. Enquanto a demanda aumenta (ou diminui a oferta) o preço deve subir. Já enquanto a demanda diminui (ou aumenta a oferta) o preço deve ir para baixo. Essa relação é a base das forças por trás da alocação de recursos. Os agentes do mercado, sendo racionais, irão alocar os recursos da forma mais eficiente possível.

Porém no caso do petróleo não é tão simples quanto parece. O preço do petróleo é realmente definido no mercado de futuros de petróleo. Um contrato de futuros do petróleo é um acordo vinculativo que dá ao seu portador o direito de comprar um barril de petróleo bruto a um preço pré-definido em uma data pré-definida no futuro. Sob um contrato de futuro, tanto o comprador quanto o vendedor do contrato são obrigados a cumprir o seu lado da transação na data especificada.

Existem basicamente dois tipos de operadores desses contratos: os *hedgers* e os especuladores. Um exemplo de um *hedger* seria uma companhia aérea que compraria contratos futuros de petróleo para se proteger contra potenciais subidas dos preços do combustível. Já um exemplo de um especulador seria alguém que está apenas adivinhando a alteração de preços e não tem intenção de realmente comprar o produto.

Normalmente se esperaria que a maioria dos contratos seriam negociados por empresas que realmente precisam comprar o ativo e querem se proteger de variações futuras. Porém a negociação de mercado futuro é feita majoritariamente por

especuladores. Estima-se que 60% do preço do petróleo seja determinado por especulação<sup>45</sup>.

O outro fator essencial na determinação dos preços do petróleo é o sentimento. A mera expectativa de que a demanda por petróleo irá aumentar significativamente em algum ponto no futuro pode resultar em um aumento inexplicável dos preços do petróleo no presente, ao passo que especuladores e *hedgers* correriam para comprar contratos futuros de petróleo. Naturalmente, o inverso também é verdadeiro. A mera crença de que a demanda por petróleo vai diminuir em algum ponto no futuro pode resultar em uma diminuição drástica dos preços no presente, fazendo com que os contratos futuros de petróleo sejam vendidos.

Além das forças citadas anteriormente, há ainda um fator que impacta fortemente no preço do petróleo no curto prazo. A Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) tem uma influência significativa sobre o preço do petróleo para curtos intervalos de tempo. Já no longo prazo, a sua capacidade de influenciar o preço do petróleo é bastante limitada, principalmente porque cada país membro tem incentivos diferentes do que a OPEP como um todo. A capacidade de determinação de preços da OPEP varia ao longo do tempo e de acordo com a conjuntura econômica e geopolítica.

Se os países da OPEP estão insatisfeitos com o preço do petróleo, é do seu interesse cortar o fornecimento de petróleo para os preços subirem. No entanto, nenhum país realmente quer ser o primeiro a reduzir a oferta, pois isso significaria uma redução da receita além da perda de poder de mercado. Idealmente, eles querem que o preço do petróleo suba, enquanto eles manteriam a produção e aumentariam a receita.

No entanto, com o tempo, o preço gradualmente diminui, uma vez que o corte do fornecimento não é executado como planejado, dado que países membro desviam do nível de produção acordado. No final, as forças de oferta e demanda determinam o preço de equilíbrio. Anúncios da OPEP podem afetar temporariamente o preço, alterando as expectativas dos agentes. Nos últimos anos, o *Market share* da produção mundial de petróleo da OPEP diminuiu, especialmente com a nova produção proveniente dos Estados Unidos e Canadá.

---

<sup>45</sup> Engdahl, F. William. “Rigging The Oil Market: Perhaps 60% of Today’s Oil Price is Pure Speculation”, 2014. Disponível em: <http://www.globalresearch.ca/perhaps-60-of-today-s-oil-price-is-pure-speculation/8878>

Os preços do petróleo permaneceram em média acima de US\$ 100 por barril entre 2007 e 2014 devido a tensões geopolíticas, aumento da demanda e oferta apertada. Este preço elevado, todavia, criou enormes incentivos para a inovação em novas técnicas de produção que levaram à extração de petróleo e técnicas de perfuração mais eficazes. Isto fez com que a nova oferta não-OPEP prejudicasse a capacidade da OPEP em influenciar os preços do petróleo.

Diferentemente da maioria dos produtos, os preços do petróleo não são determinados inteiramente por oferta, demanda e sentimento. Em vez disso, oferta, demanda e sentimento com contratos futuros de petróleo, que são negociados fortemente por especuladores, desempenham um papel dominante na determinação do preço.

## **4.2. A queda dos preços**

A indústria do petróleo, com sua história de altos e baixos, está em sua recessão mais profunda desde a década de 1990. As baixas receitas estão levando as empresas que nos anos passados tiveram lucros recorde a encerrar diversos dos seus poços e plataformas e a cortar drasticamente o investimento em exploração e produção. Dezenas de empresas foram à falência e estima-se que 250.000 trabalhadores do petróleo perderam seus empregos<sup>46</sup>. A causa é simples: a forte queda do preço do barril de petróleo, que no seu ponto de mínimo caiu mais de 70% em relação aos níveis de junho de 2014 até abril de 2016 (ver figura 1).

Os preços tiveram certos períodos de recuperação ao longo do último ano, mas o custo do barril de petróleo já caiu para níveis não vistos desde 2003, motivados pela superprodução que tomou conta do mercado e uma redução da demanda pelo produto. Também contribuiu para essa saturação, o retorno do Irã para o mercado internacional de petróleo, a partir de janeiro de 2016, após sanções impostas em 2006 contra o país, num acordo internacional com as grandes potências mundiais, para restringir seu programa nuclear, serem dissolvidas.

---

<sup>46</sup> Reed, Stanley. "Stung by Low Oil Prices, BP Will Cut 4,000 Jobs" - New York Times, Janeiro 2016. Disponível em: [http://www.nytimes.com/2016/01/13/business/energy-environment/bp-jobs-oil-prices.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2016/01/13/business/energy-environment/bp-jobs-oil-prices.html?_r=0)

Entender o porquê de o valor do petróleo estar caindo nos últimos anos é uma questão complicada, mas tudo se resume principalmente à simples lei de oferta e demanda. Na figura 12 fica evidenciado o descasamento entre a oferta e a demanda de petróleo. Enquanto entre 2010 e 2013 a demanda ficou consistentemente maior do que a oferta, a partir do final de 2013 temos um ponto de inflexão, em que a oferta passa a superar a demanda em cerca de 1,5 a 2 milhões de barris diários.



Figura 12: A oferta e demanda de petróleo mundial 2000-2016

A produção norte-americana quase dobrou ao longo dos últimos anos, diminuindo, portanto, sua quantidade de importação, fazendo com que países que tradicionalmente exportavam a *commodity* para os Estados Unidos tivessem que achar outros compradores. Em 2014, a Agência Internacional de Energia informou que os EUA se tornou o maior produtor de petróleo e gás natural, superando a Rússia e Arábia Saudita. Arábia Saudita, Nigéria e Argélia, países que anteriormente tinham os Estados Unidos como fiel comprador, de repente passaram a ter que competir por mercados asiáticos, sendo obrigados a baixar os preços. Adicionalmente, a produção e as exportações do Canadá e do Iraque aumentam ano após ano. Até os russos, com todos os seus problemas econômicos, estão conseguindo manter seu bombeamento em níveis recordes.

Há sinais, no entanto, que a produção está caindo por causa da queda nos investimentos em exploração. Projetos capazes de produzir mais de dois milhões de barris

por dia de petróleo foram cancelados, atrasados ou arquivados por países e empresas petrolíferas no ano passado, sendo que o atual ano promete mais do mesmo<sup>47</sup>. Todavia, a queda na produção não está acontecendo rápido o suficiente, considerando-se que a produção em águas profundas no Golfo do México e no Canadá continua a aumentar, uma vez que a maior parte dos investimentos já foi feita, fazendo com que o excesso de oferta global se acentue.

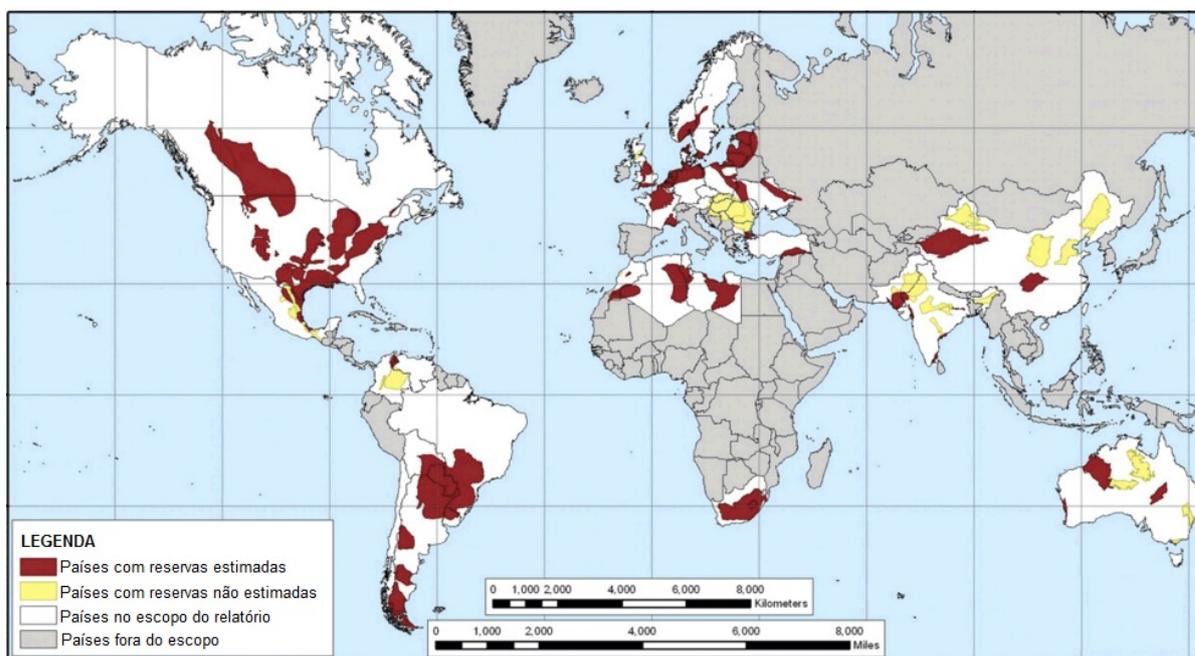
No outro lado da demanda, as economias da Europa e os países em desenvolvimento estão em dificuldades econômicas, enquanto que paralelamente vêm fazendo investimentos em eficiência energética, como, por exemplo, em veículos mais eficientes e fontes energéticas renováveis. Assim, como a demanda por combustível é positivamente correlacionada com a atividade econômica, a procura pelo combustível está ficando reduzida.

Contudo, a verdadeira história por trás da queda dos preços do petróleo está na oferta. A revolução do gás de xisto dos Estados Unidos acabou por ser um divisor de águas permanente para a oferta mundial de petróleo. No ano 2000, o gás de xisto fornecida apenas 1% da produção de gás natural dos EUA. Já em 2010 esse número foi superior a 20%. Agora estima-se que até 2035, 46% do fornecimento de gás natural dos Estados Unidos virá de gás de xisto<sup>48</sup>. Demonstrando engenhosidade e eficiência, produtores americanos foram capazes de apresentar uma rápida resposta a variações de oferta do petróleo, através de inovações em cortes de custos, fazendo com que a produção de xisto sobrevivesse enquanto o petróleo se mantivesse a pelo menos 50 dólares o barril.

---

<sup>47</sup> Oil and Gas People. “\$380 Billion of Projects on Hold”, 2016. Disponível em: <http://www.oilandgaspeople.com/news/6820/380-billion-of-projects-on-hold/>

<sup>48</sup> Stevens, Paul. "The 'Shale Gas Revolution': Developments and Changes", Agosto. 2012. Disponível em: <https://www.chathamhouse.org/publications/papers/view/185311>



Fonte: *US Energy Information Administration (EIA)*, 2011.

Mapa 7: Reservas disponíveis de gás xisto em 38 países

Outro importante fator que ajuda a explicar a queda do petróleo é a decadência da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), um cartel de produtores de petróleo. Irã, Venezuela, Equador e Argélia pressionaram os demais membros da Organização a cortar a produção para firmar os preços. Paralelamente, entretanto, o Iraque está, na verdade, bombeando mais, e é esperado que o Irã se torne um grande exportador novamente<sup>49</sup>.

Em uma grande reunião, no dia 17 de abril de 2016, grandes produtores de petróleo, incluindo membros da OPEP e a Rússia procuraram estabelecer o congelamento na produção, mas as conversações terminaram sem acordo. A Arábia Saudita, em particular, convocou o Irã para fazer parte do acordo, mas estes se recusaram a participar. Essa recusa sinaliza uma possível dificuldade dos sauditas em persuadir outros membros da OPEP a manter o conluio.

O governo do Irã afirmou intenções para produzir até 500.000 barris por dia, o que, em um mercado que já está em excesso de oferta por mais de 1 milhão de barris por dia, é o suficiente para causar mais perturbações. O Irã precisa desesperadamente das receitas

<sup>49</sup> ZERVOS, Sara, "Saudi Arabia, Shale & Iran: Everything You Need To Know About The Oil Crisis", Janeiro 2016. Disponível em: <http://www.forbes.com/sites/sarazervos/2016/01/26/saudi-arabia-shale-iran-everything-you-need-to-know-about-the-oil-crisis/#62d9cce5794c>

do petróleo para comprar produtos importados cruciais. Portanto, o país tem todo o incentivo para maximizar todas as exportações de petróleo que puder.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) estima que, com isso, as receitas da Arábia Saudita e de seus aliados do Golfo Pérsico vão declinar em US\$ 300 bilhões este ano<sup>50</sup>. Ameaçado por novos entrantes, o governo saudita procura mostrar que é capaz de continuar produzindo cada vez mais petróleo, mesmo que perdendo dinheiro, para manter a sua fatia de mercado e forçar produtores de alto custo a pararem as suas produções.

Por fim, porém não menos importante, a queda do preço do petróleo também pode ser explicada pela crescente probabilidade de que o mundo ficar sem espaço num curto prazo para armazenar todo o óleo que está sendo produzido, um fenômeno chamado por especialistas de “*tank tops*”. Dados obtidos no relatório da EIA exibidos na figura 13, mostram que o armazenamento disponível no mundo foi esgotando-se e, atualmente, só os EUA possuem capacidade excedente. Caso o excesso de oferta global continue, este armazenamento de reposição poderia provavelmente se esgotar ainda no primeiro semestre do ano de 2016<sup>51</sup>.

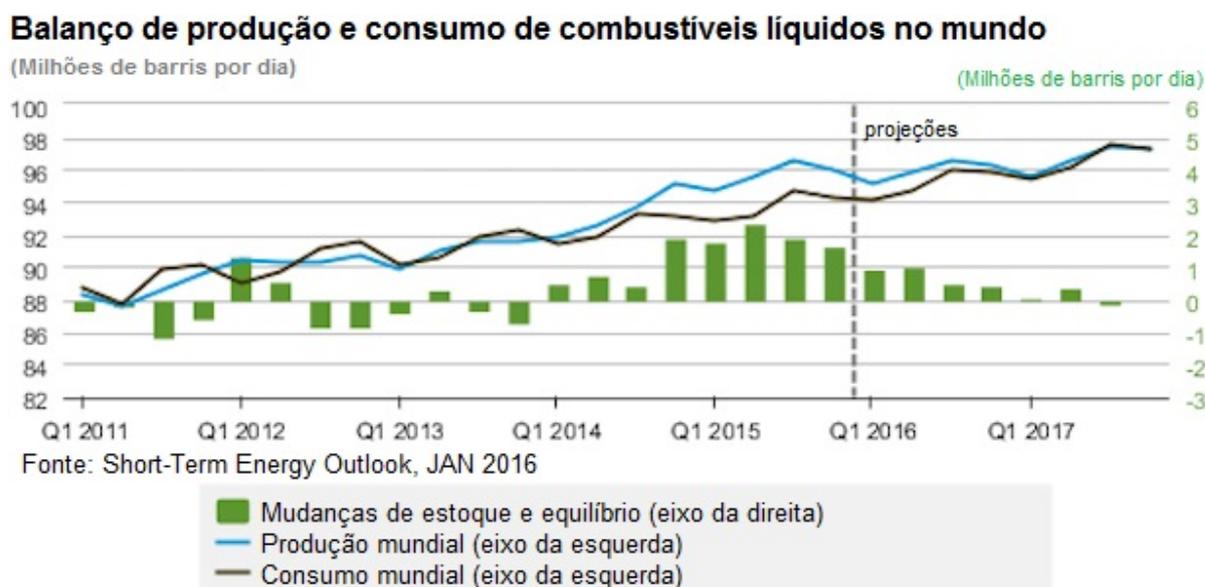


Figura 13: Balanço de produção e consumo de combustíveis líquidos no mundo 2011-2017

<sup>50</sup> Fundo Monetário Internacional, "Regional Economic Outlook - Middle East and Central Asia", Abril 2016

<sup>51</sup> ZERVOS, Sara, "In Rare Occurrence, Oil Tanks Are Reaching Capacity As Prices Keep Falling", Dezembro 2015. Disponível em: <http://www.forbes.com/sites/sarazervos/2015/12/22/worlds-oil-tanks-are-close-to-filling-up-as-prices-keep-dropping-whats-next/#3ec53bec67f6>

Em suma, o petróleo está sendo produzido em excesso, por toda uma série de produtores, e não há muitos lugares para armazená-lo, uma vez que a demanda está relativamente fraca no contexto econômico atual. Por tanto, o excesso de oferta vai continuar por todo o ano de 2016<sup>52</sup>. Logo, como regra básica de economia, a única maneira de limpar este excedente no mercado é que os preços se tornem mais baixos à medida que o excesso de oferta aumenta. Com preços muito baixos, os consumidores vão exigir mais, e, ou os produtores reduzem o preço até sair fora do mercado, ou a produção vai cair obrigatoriamente. A volatilidade dos preços testemunhada recentemente, como o petróleo variando 5-7% ao dia sugere que o preço esteja chegando ao seu valor de equilíbrio.

### **4.3. Previsão para os próximos anos**

Com o aumento médio global de estoques de petróleo esperada em 1,4 milhões de barris de petróleo diários<sup>53</sup>, analistas estimam que os preços vão subir mais de 15 dólares até o final de 2016. Assim, o barril de petróleo bruto poderá chegar até US\$ 46 no quarto trimestre. O excedente de produção global, que alimentou o declínio do preço do petróleo para uma baixa que não se via há 12 anos, se diminuirá, à medida que a produção do gás xisto nos EUA deverá cair<sup>54</sup>.

Já para 2017, a produção deverá aumentar em 0,4 milhões de barris por dia. Essa análise, que mostra um moderado crescimento, faz com que haja uma previsão de recuperação modesta dos preços no referido ano. Projeções do Bloomberg, em parceria com o FMI, realizadas em março de 2016 indica que o preço do petróleo só deve retornar para US\$ 90-100 o barril no final da década, ainda que haja muita incerteza na previsão [figura 14]. A fraca projeção do preço reflete as expectativas de que o crescimento global da oferta de petróleo será moderado, ao passo que o Irã expande sua produção e a Arabia

---

<sup>52</sup>US Energy Information Agency, “Short-term energy and summer fuels outlook”, Abril 2016

<sup>53</sup> US Energy Information Agency, “Short-term energy and summer fuels outlook”, Abril 2016

<sup>54</sup> Goldman Sachs, "The new oil order - making sense of an industry's transformation", Abril 2016

Saudita tem mantido uma alta produção numa época de desaquecimento da economia mundial<sup>55</sup>.

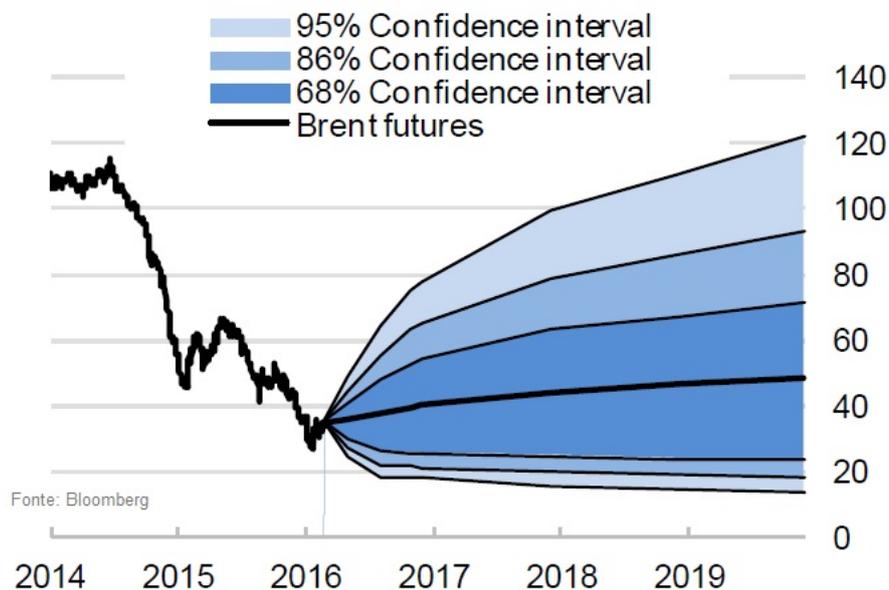


Figura 14: Projeção do preço de petróleo até 2019

A projeção do futuro do ativo ainda é bastante incerta, mesmo com o ativo tendo subido aproximadamente 70% no primeiro trimestre de 2016. Enquanto alguns analistas da Agência Internacional de Energia afirmam que uma recuperação virá nesse ano, outros destacam que o mercado pode estar repetindo a mesma armadilha do ano de 2015, quando houve uma rápida recuperação seguida de uma queda ainda maior [figura 15]. Há consenso, contudo, de que o pior pode já ter acontecido e há pouca probabilidade de o preço cair abaixo do mínimo atingido em janeiro.

<sup>55</sup>LEFF, Jonathan. GLOYSTEIN, Henning. ZHDANNIKOV, Dmitry “Iran's return poses new questions for oil price”, Janeiro, 2016. Disponível em: <http://uk.reuters.com/article/uk-iran-nuclear-oil-idUKKCN0UV0ES>

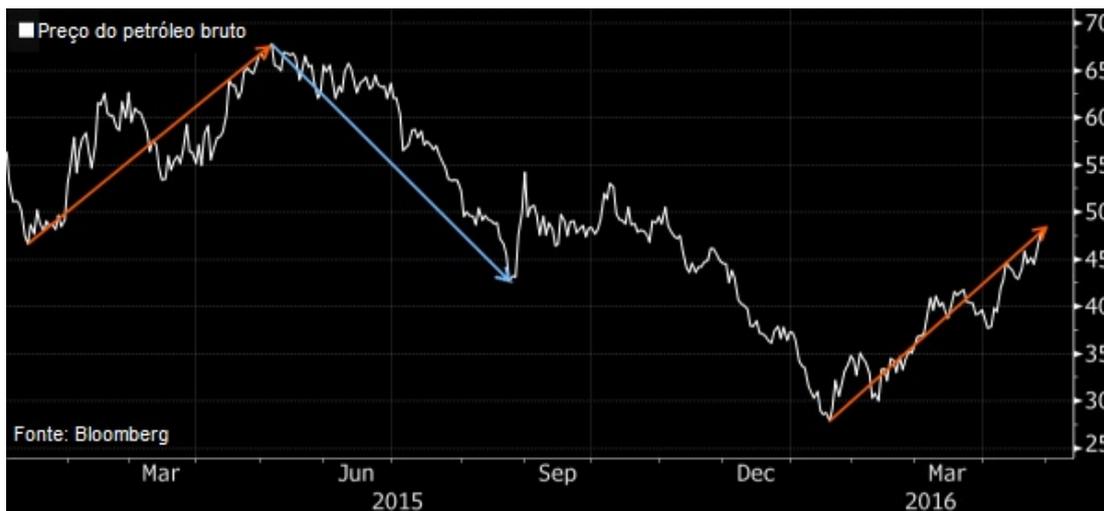


Figura 15: Analistas acreditam numa nova armadilha do petróleo, repetindo o ano de 2015

A perspectiva de preços baixos implica em baixas receitas nesses países nos próximos anos, dada a dependência deles, o que irá reduzir dramaticamente a capacidade de seus governos de realizarem gastos públicos. A receita dos MENAP (países do Oriente Médio, norte da África, Afeganistão e Paquistão) declinou num total de US\$ 390 bilhões em 2015 – 17% do seu PIB<sup>56</sup>. Um novo déficit é planejado para esse ano em 4% de seu PIB.

O ambiente externo de outros países continuou se deteriorando desde outubro de 2015, quando a situação já era desafiadora. Os preços do petróleo estão projetados para permanecerem em torno dos 35 dólares o barril em 2016, 16 dólares a menos que a média de 2015. A economia da Rússia é esperada em contrair em aproximadamente 2% no ano, reduzindo trocas, remessas e investimento na região. Uma possível estagnação chinesa também contribuiria para enfraquecer a demanda externa e os preços das *commodities*.

Como resultados dos choques econômicos externos, o crescimento na região do Cáucaso e Ásia Central é esperado em declinar em 1,5% em 2016 – menor valor em duas décadas – e recuperar levemente em 2017. Caso os choques persistam, a perspectiva é que o crescimento médio entre 2017 e 2021 permaneça em 3,7%, bem abaixo dos 8,3% do período entre 2000 e 2014 [ver figura 16].

<sup>56</sup> Fundo Monetário Internacional, "Regional Economic Outlook - Middle East and Central Asia", Abril 2016.

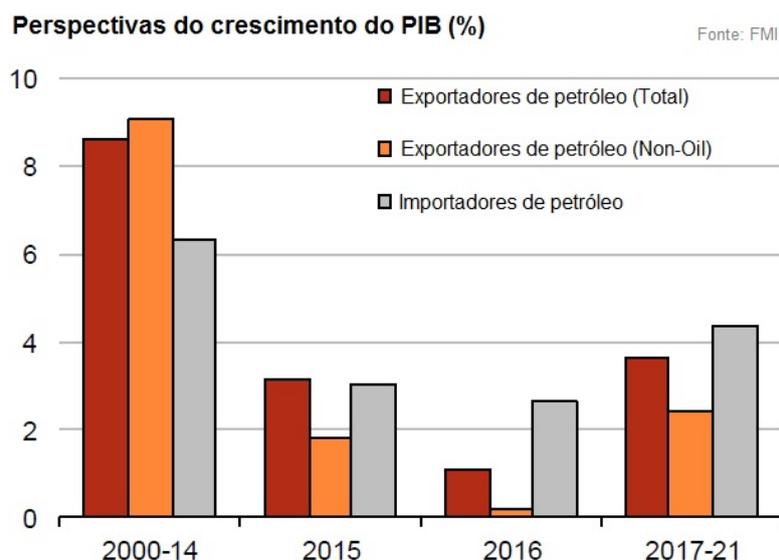


Figura 16: Projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto de 3 grupos de países

Quando a economia mundial mostra sinais de recuperação, surgem analistas que afirmam que as preocupações sobre a desaceleração da demanda nos mercados emergentes, um subproduto da sua fraqueza econômica, são exageradas. China e Índia, por exemplo, estão trabalhando para construir enormes reservas estratégicas, o que possibilitaria aumento da demanda. Já o Banco Central Canadense estima que as necessidades da China vão continuar a crescer, uma vez que estimam um adicional de 65 milhões a 70 milhões de barris em suas reservas neste ano. A Índia começou a acumular uma reserva estratégica somente em 2015, tendo uma meta de armazenar cerca de 130 milhões de barris ao longo dos próximos anos.

## **5. O impacto sobre a Noruega e Rússia da queda de preços de petróleo, sua capacidade de resposta e as perspectivas para o futuro**

A Noruega possui um papel único na produção energética mundial, sendo um dos maiores exportadores de petróleo e derivados no mundo. Suas exportações de gás natural ultrapassaram os 114 bilhões de metros cúbicos em 2015<sup>57</sup>, enquanto que a produção de petróleo bruto atual soma 2 milhões de barris diários em média<sup>58</sup>.

O setor de petróleo e gás é a espinha dorsal da economia norueguesa, sendo responsável por 20% do seu PIB e 58% de suas exportações em 2015<sup>59</sup>. Além de responder por 26% dos investimentos externos no país e gerar 27% da receita pública.

Entretanto, ao mesmo tempo, os noruegueses valorizam muito a sustentabilidade ambiental, e o país é um dos mais engajados na elaboração da política climática mundial. Ela também gere o seus recursos e receitas em petróleo de uma forma elogiável, estabelecendo um modelo para outros países e tendo como desafio estimular novos aumentos na produção de petróleo de forma segura e com operações ambientalmente sustentáveis.

Após alcançar um volume de exportação de US\$165 bilhões em 2008, a Noruega viu essa taxa decrescer em uma média aproximada de 6% anuais desde então, tendo chegado a US\$105 bilhões em 2015. E grande parte dessa queda é consequência da baixa do preço do petróleo, que durante o mesmo período caiu de 140 dólares/bbl para 40 (decréscimo de 70%) e gás natural, com queda de 12 para 2 dólares/mmBTU (decréscimo de 83%). As figuras 17 e 18 apresentam a evolução dos preços do barril de petróleo e gás natural nos últimos cinco anos.

---

<sup>57</sup> Norsk Petroleum - Disponível em: <http://www.norskpetroleum.no/en/production-and-exports/exports-of-oil-and-gas/>

<sup>58</sup> Production figures March 2016 - Norwegian Petroleum Directorate  
Disponível em: <http://www.npd.no/en/news/Production-figures/2016/March-2016/>

<sup>59</sup>World's Richest Countries

Disponível em: [http://www.worldsrichestcountries.com/top\\_norway\\_exports.html](http://www.worldsrichestcountries.com/top_norway_exports.html)



Figura 17: O valor do barril de petróleo em dólares americanos de 2011 até 2016 -  
Fonte: tradingeconomics.com.



Figura 18: O valor do metro cúbico do gás natural em dólares americanos de 2011 até  
2016 – Fonte: tradingeconomics.com.

Ainda que o país nórdico tenha conseguido atravessar relativamente bem a crise de 2009, apresentando uma taxa de desemprego de 3,7% ao final dela, em 2010, a queda dos preços do petróleo empurrou essa taxa para 4,6% em fevereiro de 2016, a maior nos últimos 11 anos<sup>60</sup>. O PIB, que no auge dos preços de petróleo, tinha uma taxa de crescimento anual de cerca 4% caiu para 0,10% ao final de 2015.

<sup>60</sup> Statistics Norway – Labour force survey  
Disponível em: <http://bit.ly/1UkF4kK>

À medida em que os preços do petróleo entraram em colapso, tornou-se claro que a Noruega foi atingida pela doença holandesa – conforme descrito em capítulo anterior – dada a dependência excessiva de uma indústria, neste caso, o setor de óleo e gás.

A indústria petrolífera havia se tornado demasiadamente dominante na economia, enquanto o conseqüente aumento da taxa de câmbio desestabilizou outros setores, devido à forte apreciação da moeda.

Após a crise de 2008, enquanto o mundo estava passando por um prolongado período de dolorosa austeridade econômica, o povo norueguês desfrutava de uma prosperidade invejável. Seus habitantes passaram a viajar mais, adquirir casas de veraneio e importar mais bens de consumo.

Porém, nos últimos anos, um alerta parece ter despertado o país, quando a gigante da energia, Statoil, juntamente com outras empresas do setor, removeram milhares de postos de trabalho e cancelaram contratos com fornecedores.

Algumas regiões do país, como Stavanger, na qual a Statoil tem sede, foram atingidas pesadamente, mais que em outras regiões como a capital Oslo, que possui uma economia mais diversificada. Juntamente, o valor dos imóveis no país declinou, principalmente no oeste do país, onde se concentra a atividade petrolífera<sup>61</sup>.

Agora, o desafio da Noruega é começar a diversificar sua produção. Está claro que a dependência exclusiva no petróleo já não é mais sustentável. O governo norueguês busca promover uma transformação econômica com estímulo ao trabalho, enquanto que o Banco Central está comprometido em manter as taxas de juros baixas. O setor de saúde, alumínio e pesca são as novas apostas.

### **5.1. O impacto da queda dos preços de petróleo na economia norueguesa**

Como motor essencial para o crescimento na Noruega, sua riqueza petrolífera foi um dos principais fatores que manteve a nação estável durante a crise financeira.

Mas com o seu setor-chave prejudicado, há poucas outras indústrias para o país voltar a olhar para o crescimento. Enquanto o setor do petróleo movimentou US\$ 60

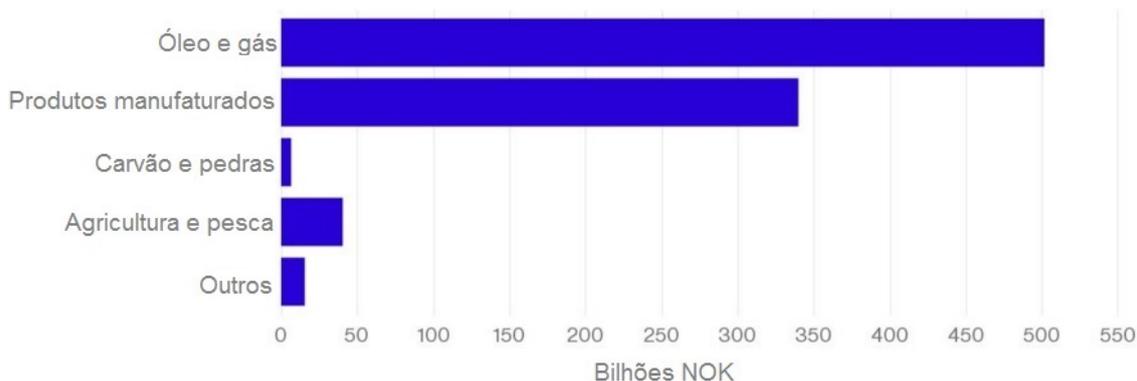
---

<sup>61</sup> Global property guide, “Norway’s housing market slowing“, 2014  
Disponível em: <http://www.globalpropertyguide.com/Europe/Norway/Price-History>

bilhões em exportações em 2015, seu segundo setor mais produtivo – a produção manufatureira – sequer chegou aos US\$ 40 bilhões em exportações. Já o terceiro lugar, a pesca e agricultura, representa módicos US\$ 6 bilhões<sup>62</sup>. A figura 19 ilustra em bilhões de coroas norueguesas a discrepância do óleo e gás em relação aos demais setores.

## Dilema da Noruega

Uma grande queda das exportações em 2014 mostra o peso do petróleo na economia



Fonte: Statistics Norway

Figura 19: O setor de óleo e gás tem um grande peso na economia norueguesa

De acordo com o Banco Central Norueguês (*Norges Bank*) a queda do valor do petróleo já era esperada e refletia a queda nos investimentos da indústria petrolífera, que mantinha médias cada vez menores de investimento desde 2000. Em 2013, o *Norges Bank* já previa uma forte queda para os próximos 3 anos, prevendo uma recuperação somente em 2017 [figura 20].

<sup>62</sup> Statistics Norway

Disponível em: <https://www.ssb.no/en/utenriksokonomi/statistikker/muh/aarforelopige/2016-01-15>

## Desaparecimento do boom do petróleo na Noruega

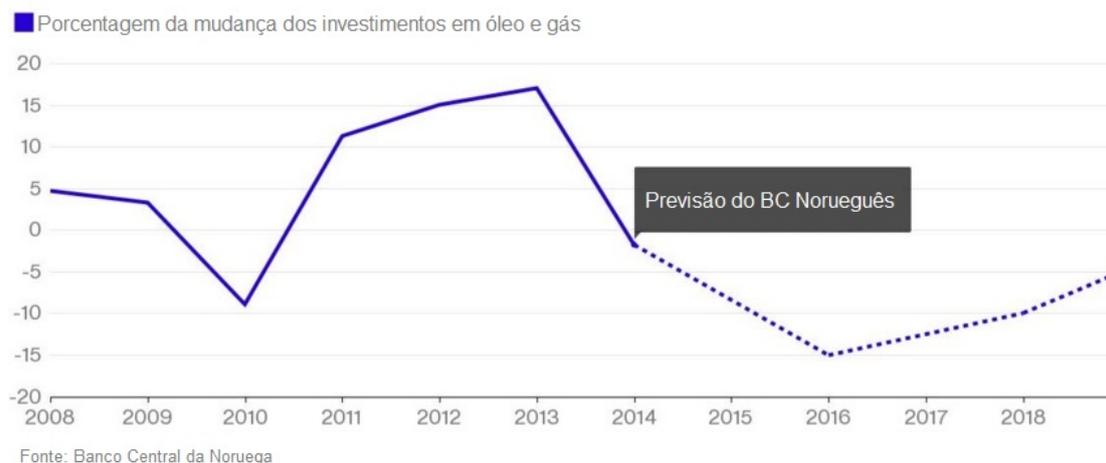


Figura 20: Previsão realizada em 2013 para o valor do petróleo até 2019

Em maio de 2014, o Ministro do Petróleo Tord Lien avisou que o boom do petróleo do país “estava provavelmente acabado. Os custos estavam subindo muito rápido. Mas não havia, até então, um declínio acentuado no investimento ou de produção”

E então, logo em seguida, o preço do petróleo despencou. No segundo semestre, as empresas de energia do país demitiram 12.000, ou 10% dos seus trabalhadores *offshore*<sup>63</sup>.

Entretanto, apesar das previsões terem de fato se concretizado, o governo norueguês não demonstrou capacidade de reação, fazendo com que o país fosse bastante afetado na crise petrolífera. Os impactos da queda dos preços de petróleo estão aparentes, embora o governo minimize estes efeitos.

A taxa de investimento caiu em toda a economia na ordem de 30%, e espera-se que ela continue abaixo dos valores anteriormente observados até o final da década. Os gastos públicos representam aproximadamente 50% do PIB<sup>64</sup>, porém, estima-se uma queda de 40% nas receitas do governo oriundas do setor de óleo e gás, em comparação com 2015. O PIB, embora não tenha chegado a uma recessão, ficou bastante próximo de zero no final de 2015, e estima-se que fique em 2016 em 1,6%.

<sup>63</sup> Precise Consultants, “What does the future hold for Norway’s oil industry?”. Disponível em: <http://www.preciseconsultants.co.uk/resource/what-does-the-future-hold-for-norways-oil-industry/>

<sup>64</sup> Trading Economics. Disponível em: <http://www.tradingeconomics.com/norway/government-spending-to-gdp>

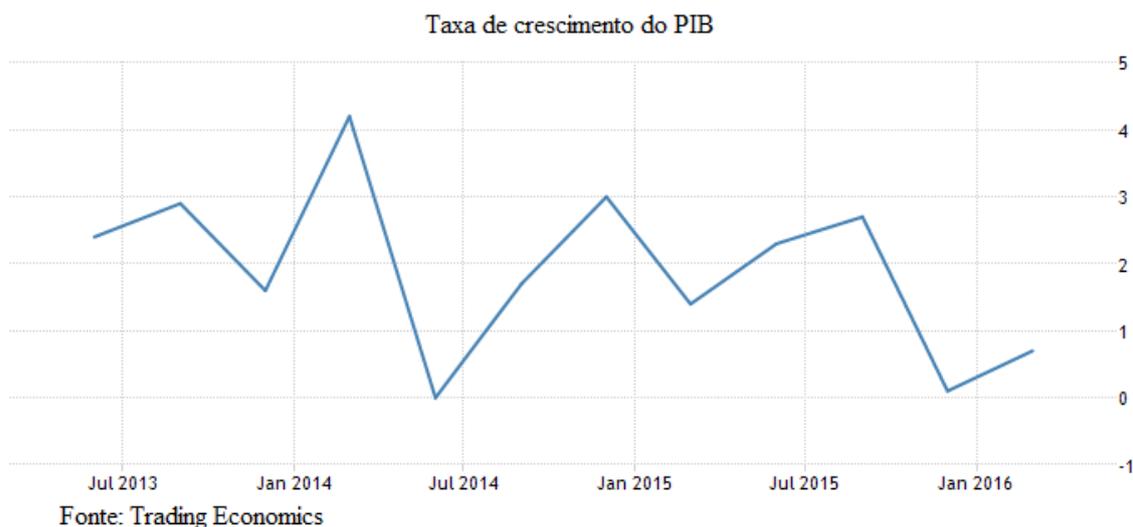


Figura 21: A taxa de crescimento do PIB 2013-2016

Um dos mais marcantes impactos dessa crise é a retirada de dinheiro de seus US\$ 890 bilhões do fundo soberano, algo inédito na economia norueguesa. Esse fundo é fruto de 20 anos de contingenciamentos, com depósitos de royalties e tributos do setor petrolífero. A primeira retirada se deu em janeiro de 2016, quando o Ministro das Finanças – Siv Jensen – anunciou um saque. Não houve muitos detalhes de como foi feita a retirada e qual o destino exato, mas jornais locais publicaram que foram sacados aproximadamente US\$ 780 milhões, para pagamento de gastos públicos. Espera-se que o governo utilize até US\$ 10,3 bilhões do fundo ao longo do ano para evitar uma recessão<sup>65</sup>.

Paralelamente, o governo anunciou que o fundo teve mais um trimestre consecutivo de resultados negativos, acompanhando a queda dos mercados acionários da China e Europa. Isso fez com que o governo adotasse novas medidas para investimento no fundo, como a proibição de investimento em infraestrutura, como estradas e usinas eólicas.

A alternativa para a utilização do fundo soberano é a realização de uma forte contenção dos gastos fiscais, por parte do governo, num momento em que o país mais precisa desses gastos. Esta alternativa parece ser a menos provável uma vez que o aumento dos gastos públicos é um mecanismo de combate à recessão, adotada pelo

---

<sup>65</sup> TREOLAR, Stephen. "Norway Increases Oil Wealth Spending to Ward Off Recession", maio 2016. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-05-11/norway-said-to-boost-oil-wealth-spending-to-ward-off-recession>

governo norueguês. No gráfico X é possível observar um salto nos gastos públicos de 2008 para 2009, quando a mundo sofreu um grande choque econômico. Conforme a economia foi se estabilizando, os gastos públicos foram reduzidos até atingirem em 2012 níveis parecidos com o período anterior à crise econômica. Já a partir de 2012, na mesma época em que os preços de petróleo começaram a cair, os gastos públicos foram sendo gradualmente elevados até atingir em 2015 o seu nível mais alto dos últimos 10 anos.

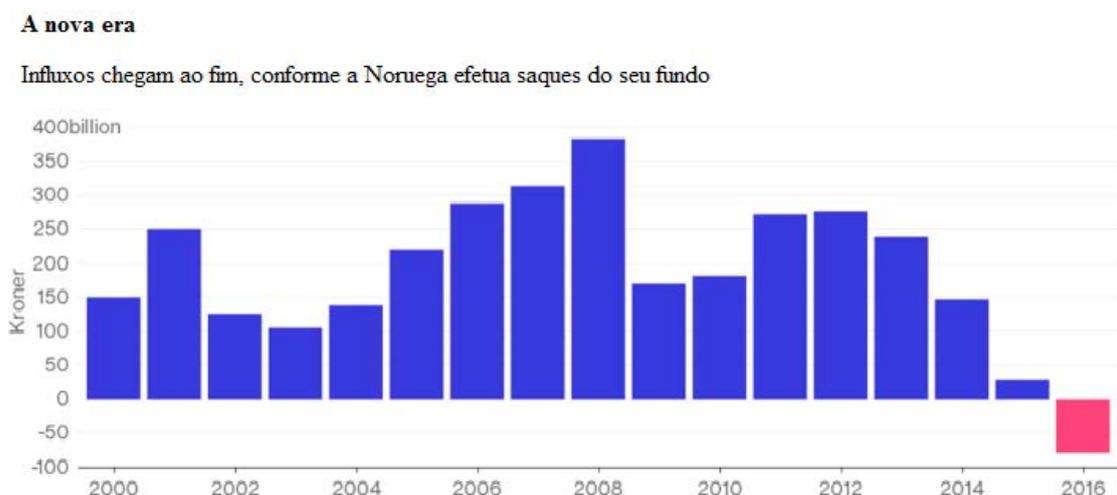


Fonte: Eurostat

Figura 22: O aumento dos gastos públicos medido em porcentagem do PIB 2006-2016

Fonte: Trading Economics

O Ministério das Finanças Norueguês estima que já neste ano os gastos do fundo podem começar a superar os próprios depósitos, provenientes das receitas geradas pelo petróleo (figura 23).



Fonte: Norges Bank, Norges Bank Investment Management

Bloomberg

Figura 23: Saques ao fundo soberano ultrapassam seus aportes

Apesar das legislações vigentes permitirem que o governo retire até 4% do fundo por ano, retirar o dinheiro não foi planejado por pelo menos algumas décadas e nenhum ministro das finanças quer que seja seu legado. Novas retiradas aprofundarão um crescente debate no país sobre quais as causas da Noruega ter chegado a esta situação mais rápido do que o esperado.

Alguns especialistas, inclusive, já propõem novas legislações. Eles afirmam que a estrutura fiscal original do país foi planejada para que o fundo acumulasse parte das receitas geradas pelo petróleo e servisse como fonte de receita permanente do governo no futuro. A utilização do fundo, portanto, poderia vir a ocasionar sérios problemas para a futura geração de noruegueses.

A depreciação cambial, embora benéfica para o setor de exportação, também é um fator que impacta o bem-estar dos noruegueses através do aumento do custo dos produtos importados, pressionando a inflação para cima. A coroa desvalorizou muito com a crise do petróleo chegando, em dezembro de 2015, ao seu nível mais baixo contra a vizinha Suécia nos últimos 20 anos. O dólar norte-americano nunca foi tão forte frente à coroa da Noruega desde 2002. A figura 24 ilustra a comparação entre o dólar e a coroa com relação ao preço de petróleo dos últimos 9 anos.



Figura 24: Cotação USD x NOK de 2009 a 2016 e o preço do petróleo

Cidades próximas à fronteira vêm sofrendo grandes perdas, uma vez que noruegueses passaram a visitar seus vizinhos suecos para fazer compras, encontrando preços muito abaixo dos praticados nos seus mercados de origem.

Investimentos na indústria do óleo e gás estão praticamente paralisados, gerando uma onda de desemprego na área de atuação dessas empresas. O setor de transporte *offshore*, por exemplo, que emprega 17.000 pessoas (Associação dos Navegadores da Noruega) sofreu, nos últimos meses de 2015, uma redução na operação de 25% de seus navios.

Embora seja de se esperar que a economia norueguesa tenha uma alta dependência dos preços de petróleo, é interessante observar que dada a forte queda dos preços de petróleo, a economia parece estar lidando bem com a atual conjuntura.

Mesmo que tendo sacado recursos do fundo de petróleo antes do que se esperava, os efeitos negativos do derretimento dos preços estão sendo suavizados por uma série de mecanismos de apoio.

Como visto anteriormente, a queda dos preços, e, conseqüentemente, a queda das receitas e lucros das empresas petrolíferas, tem levado a uma alta desvalorização da coroa norueguesa. Há, portanto, uma inversão na relação entre o setor petrolífero e o restante da economia. Enquanto os preços de petróleo estavam altos, e empresas como a *Statoil* estavam lucrando como nunca visto antes, o restante da indústria norueguesa perdia a sua competitividade com a valorização da coroa. Atualmente, a indústria petrolífera está vendo seus lucros se desfazerem, os setores não ligados ao petróleo estão vendo suas exportações aumentarem devido ao aumento de competitividade proporcionado por uma moeda mais valorizada.

Outro mecanismo de amortização dos efeitos negativos da queda dos preços de petróleo é a mobilidade da mão de obra. Os setores não-petrolíferos, estão absorvendo os engenheiros e a mão de obra altamente qualificada do setor petrolífero. Como esses estão desempregados, e a desaceleração econômica está levando a uma redução dos salários reais, a indústria norueguesa está conseguindo atrair e arcar com uma mão de obra que anteriormente não era possível.



Figura 25: A taxa de crescimento dos salários na Noruega entre 2006 e 2016

Fonte: Trading Economics

Há, inclusive, quem afirme que a queda dos preços pode ter efeitos positivos para a Noruega. Kyrre M.Knudsen, atual economista chefe da SpareBank, que no passado atuou na Statoil e já presidiu o Ministério da Fazenda, afirma que a economia norueguesa tem uma maior correlação com a economia global do que com os preços de petróleo. Como é uma economia pequena, porém muito aberta, ela seria muito suscetível a choques externos. No gráfico X podemos observar a correlação da economia norueguesa com a economia global, e a correlação com os preços de petróleo.

#### A correlação da economia global com a economia norueguesa

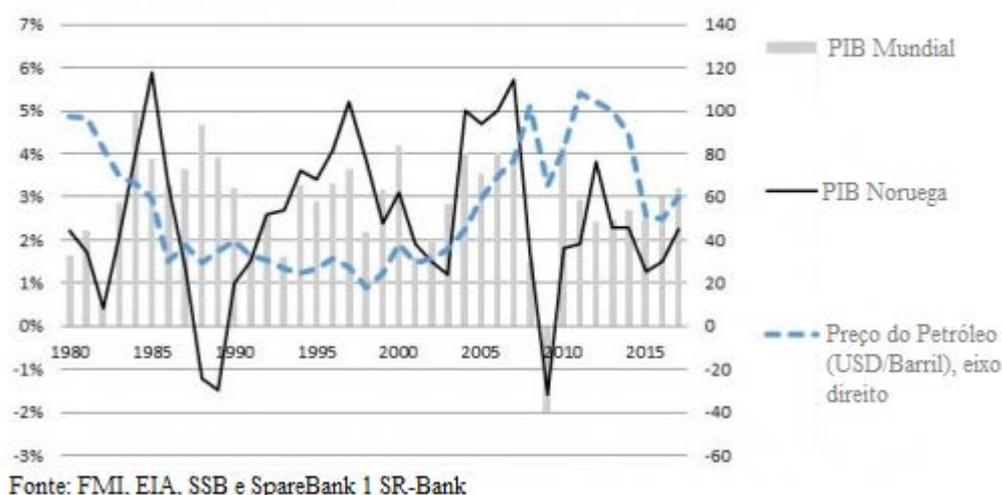


Figura 26: A correlação da econômica norueguesa com a economia global 1980-2015

Fonte: SpareBank

O FMI e a OCDE estimam que em 2016 haverá um maior crescimento da economia global, e uma das causas é o baixo preço do petróleo. Tendo visto a relação entre o desempenho da economia norueguesa com o desempenho global, é de se esperar que o crescimento da economia norueguesa acelere, puxada pelo crescimento global. Ou seja, as quedas dos preços de petróleo têm também um efeito positivo sobre a economia.

Entre a série de desafios com os quais o país atualmente se defronta, sem dúvida, os mais impactantes são o aumento do desemprego e a queda da receita do governo.

## **5.2. Futuro para a Noruega<sup>66</sup>**

O primeiro efeito importante foi uma queda acentuada no valor da coroa norueguesa. Como a Noruega não é parte de uma união monetária, a moeda tinha sido pressionada para cima durante os anos de altos preços do petróleo. Agora, o oposto aconteceu. Os preços de importação subiram quase que instantaneamente. Estes foram gradualmente aumentando os preços ao consumidor, alimentando a inflação, num país acostumado a uma inflação tradicionalmente próximo a 2%. Ao mesmo tempo, as exportações da Noruega tornaram-se mais competitivas. O país exporta uma vasta gama de produtos, de peixe até software, apesar de matérias-primas e materiais parcialmente processados, como metais comporem uma parte maior das exportações do que nos países mais ricos.

O aumento em outras exportações levou a uma mudança na geografia econômica da Noruega: na costa Oeste o desemprego está aumentando e a economia está encolhendo; já no Leste, a economia está indo muito bem, e a pressão sobre o mercado imobiliário é maior do que nunca.

---

<sup>66</sup> Os dados retirados para essa seção são de:

Handelsbanken, Macro Forecast Norway, April 2016. Disponível em: <http://research.handelsbanken.se/Macro-Research/All-Publications/publication/23975/macro-forecast-norway>, exceto quando devidamente citado.



Mapa 8: O mapa da Noruega

A queda dos preços de petróleo levou a uma redução de 15% de investimentos no setor de óleo e gás, e espera-se uma nova contração na ordem de 14% esse ano. O *Norwegian Petroleum Directorate* indica que a queda na taxa de investimento perdurará ao longo da década, embora a uma taxa menor. Previsões apontam que em 2019 a taxa de investimento no setor *offshore* será 30% menor que em 2013, quando atingiu o seu pico. A demanda por serviços e produtos fornecidos pela Noruega “continental”, leia –se a indústria de apoio estabelecida em solo norueguês, será drasticamente reduzida, refletindo as menores taxas de investimento em campos de petróleo.

A indústria de apoio, por sua vez, parece estar se adaptando à nova demanda (mais baixa) por parte das empresas petrolíferas, ao aumentarem a produtividade. Porém, como consequência, parte da mão de obra está sendo demitida. A questão é se essa mão de obra despedida conseguirá facilmente migrar para um outro setor. O quanto mais rápido essa transição ocorrer, mais rapidamente a economia norueguesa conseguirá se recuperar. Caso essa transição se prolongue, observaremos um aumento do desemprego

friccional, que conseqüentemente aumentara a taxa de desemprego da economia. Vale ressaltar que com o aumento das demissões, muitos trabalhadores especializados migraram do setor do óleo e gás para outros setores, aumentando a competitividade dos últimos, que puderam passar a contar com engenheiros bem qualificados e mais baratos.

Durante os anos de alta dos preços de petróleo, os noruegueses desfrutaram de altos aumentos salariais, chegando a receber até 60% a mais em comparação a algum dos seus parceiros comerciais europeus. Os setores não petrolíferos tiveram que reduzir o seu quadro de funcionários por não conseguirem arcar com os altos custos da mão de obra. O que, enquanto os preços de petróleo estavam altos, não era um problema para o país. Os trabalhadores desempregados eram absorvidos pelo setor de óleo e gás.

Após a queda dos preços, o país se depara com uma parcela recorde de desempregados, na sua maioria ligada à indústria petrolífera, que precisa ser acomodada por outros setores. Para que isso ocorra é necessário tornar a expansão do setor manufatureiro econômica viável, através de uma redução dos salários reais. Como resultado haveria uma maior contratação dentro desse setor. Como visto anteriormente na figura 25, isto já está sendo observado, porém continuam 37% mais altos do que seus parceiros comerciais europeus.

O processo de transição de uma economia altamente dependente para uma mais diversificada é fundamental para o futuro da Noruega. Este, porém, está ocorrendo em ritmo lento. Em parte, por se tratar de uma economia de alto custo, embora tenha havido uma forte desvalorização da coroa norueguesa, e, também, pela economia global está se recuperando de um período de baixo crescimento. Vimos no subcapítulo anterior que a economia da Noruega está fortemente correlacionada à atividade economia global. Estas duas razões são um empecilho para o setor não petrolífero voltado a exportação por limitar as suas capacidades de expansão. E novos entrantes no mercado manufatureiro não conseguem se manter operacionais com a baixa demanda global. Espera-se então que o processo de transição não ocorrerá no curto prazo.

Como abordado no capítulo anterior, temos que a recessão no setor de óleo e gás afetou a economia como um todo de 3 maneiras. Primeiro temos a queda generalizada da taxa de investimento entre todos os setores. Segundo, a diminuição da taxa de crescimento dos salários reais e a redução dos gastos das famílias causada pela incerteza sobre seu futuro. E terceiro, o aumento da taxa de desemprego além de uma diminuição de contratações de maneira geral. Estes fatores combinados levam a uma queda da demanda agregada. Aqui entra o papel do governo com a elevação de seus gastos, para

tentar neutralizar a desaceleração econômica. Especialistas afirmam que é graças aos gastos públicos que a economia norueguesa não entrou em uma recessão. Estima-se, portanto, que o governo continue com uma política fiscal expansionista ao longo da década.

A combinação de uma abrupta queda dos preços de petróleo em conjunto com a aversão ao risco dos investidores estrangeiros, devido às incertezas em relação ao futuro econômico da Noruega, levou a uma forte desvalorização da coroa norueguesa. Embora prejudicial para o setor de importação, é um dos fatores-chaves para a Noruega não estar vivendo uma recessão. Tendo o governo demonstrado uma tendência de expansão monetária, estima-se que a taxa de juros básica continue caindo até, eventualmente, se tornar negativa ao longo de 2017. Isso contribuirá para manter a moeda norueguesa desvalorizada, amenizando os efeitos dos baixos preços de petróleo.

Apesar de especialistas apontarem uma possível situação preocupante para o futuro da Noruega, em especial do seu fundo soberano, mesmo que sua utilização tenha sido iniciada precocemente, em relação ao estimado, a legislação norueguesa não permite uma retirada maior do que 4% anualmente. Portanto, há ainda muita “gordura para se queimar” até que o país desenvolva novos setores de exportação.

Uma das grandes vantagens da Noruega em relação a muitos países produtores é o seu baixo custo de produção. O país se encontra na faixa de países que possuem um baixo custo de produção e, com isso, conseguem suportar menores preços do petróleo que o Reino Unido, Canadá ou Brasil, por exemplo [figura 27].

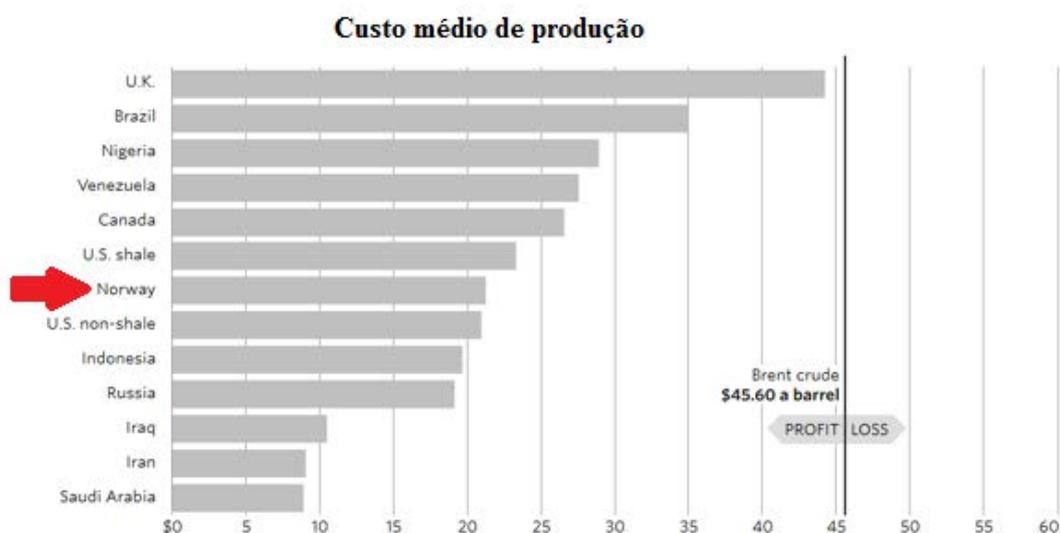


Figura 27: Custos de produção de petróleo em março de 2016

Fonte: Rystad Energy UCube

Embora estime-se um aumento dos preços de petróleo até o final da década, este não será suficiente para recuperar o bem-estar e crescimento da economia norueguesa aos níveis vistos no boom do petróleo.

Adicionalmente, o grande potencial da Noruega para a geração de energia hidrelétrica é um enorme ativo, já que os mercados de eletricidade europeus são integrados e a geração de energia renovável variável tem previsão de crescimento para os próximos anos. Mais interligações entre as nações são necessárias para realizar o pleno potencial da energia hidrelétrica para equilibrar variações de demanda e oferta no o mercado regional.

A produção de energias alternativas também vem sendo estudada pelo governo, ainda que o país possua limitações para energia solar (devido aos longos invernos escuros) e eólica. Nesse ponto destaca-se que a Noruega é a maior produtora de placas solares de silicone e células solares, itens fundamentais para a obtenção de energia solar, fazendo com que o país se beneficie com o aumento da produção solar mundial.

Vale destacar que o setor de turismo foi fortemente beneficiado com a desvalorização cambial, uma vez que se tornou mais barato visitar o país tradicionalmente considerado como um dos destinos mais caros para se viajar.

Após duas décadas, que podemos chamar de “a era de ouro da Noruega”, o país se encontra num ponto já esperado, mas igualmente desafiador. O modelo de crescimento acelerado através do setor de petróleo, que durante a era de ouro era a força motriz por traz da rápida expansão econômica, se esgotou. A Noruega se depara com dois grandes desafios. Sendo o primeiro o continuo desenvolvimento de suas tecnologias petrolíferas e a solidificação do setor. O país precisa manter o seu custo de produção baixo e a produtividade em alta. Metade de suas reservas ainda não foram exploradas, portanto, há muita riqueza e crescimento a serem extraídos do petróleo. Se efetuado da maneira correta, o país poderá se apoiar nesse pilar de crescimento por muitas décadas. O segundo desafio consiste em fazer a transição para uma economia mais diversificada, e para isso será necessário reduzir os seus custos e absorver a mão de obra desempregada do setor de óleo e gás.

### 5.3. Rússia

Maior produtora mundial de petróleo bruto, com uma produção estimada de aproximadamente 11 milhões de barris diários, segunda maior de gás natural, com produção diária de 578 bilhões de metros cúbicos<sup>67</sup> e, atualmente, na Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), a Rússia é, também, uma das economias mais afetadas pela volatilidade das *commodities*, que representavam, em 2014, 27% do Produto Interno Bruto (PIB) do país<sup>68</sup>.

O efeito do colapso 2014 preços do petróleo sobre a economia da Rússia foi rápido e devastador. Entre junho e dezembro de 2014, o rublo russo diminuiu seu valor em 59% em relação ao dólar norte-americano [figura 28]. No início de 2015, a Rússia, juntamente com a vizinha Ucrânia, teve a menor paridade do poder de compra (PPP) em relação aos EUA do que qualquer país do mundo. Isso representa o declínio do padrão de vida russo.



Figura 28: Cotação USD x RUB de 2011 a 2016

Fonte: Yahoo Finance

O colapso do rublo russo seguiu um curso natural: a confiança dos investidores começou a decair em 2014, fazendo com que eles vendessem seus ativos, o que levou à desvalorização cambial e ao temor crescente de que uma crise financeira estaria por vir.

<sup>67</sup> "The World Factbook, " Country Comparison – Crude Oil – Production". Central Intelligence Agency. 2014

<sup>68</sup> The Economist, "Planet Plutocrat", março de 2014. Disponível em: <http://www.economist.com/news/international/21599041-countries-where-politically-connected-businessmen-are-most-likely-prosper-planet>

Paralelamente à queda do preço do petróleo, a Rússia se viu amplamente afetada por sanções econômicas impostas por diversos países, como Estados Unidos, Noruega, Canadá, Austrália e a União Europeia. Estas sanções ocorreram após a crise da Ucrânia, quando a Rússia anexou a região ucraniana da Crimeia, realizando uma intervenção militar no país.

Outra possível explicação para a crise russa é a alta corrupção, que culminou na acusação de o presidente russo, Vladimir Putin, ter estabelecido uma plutocracia<sup>69</sup>, na qual um pequeno número de plutocratas e empresários ligados ao governo estão praticando um poderoso esquema de *rent-seeking* e drenando a economia. A Rússia ocupou, em 2014, o segundo lugar mundial no índice de *crony-capitalism* – da revista “The Economist” – que classifica países nos quais a economia é influenciada por empresários ligados à política.

Sob esse novo contexto, a Rússia buscou se alinhar à OPEP em fevereiro de 2016, prometendo cooperação e que objetivava a recuperação do balanço global do mercado do petróleo. Entretanto, um mês após o acordo, a coalização arquitetada pela Arábia Saudita começou a encontrar dificuldades, uma vez que, mesmo tendo estabelecido um acordo, o cartel falhou em definir metas.

A alta dependência de sua exportação de óleo e gás acabou sendo um revés para o país. Adicionalmente, como menos de 30% da produção de petróleo da Rússia é para uso doméstico, poucos são os setores do país que se beneficiam com a redução dos preços dos combustíveis. Com essa situação, o país enfrenta um grande dilema. Os petrodólares que sustentam seu orçamento nacional estão evaporando. Quando os preços do petróleo estavam altos, para aumentar a receita, bastava encorajar empresas como a Rosneft e Lukoil a aumentar a produção ainda mais. Porém, agora, o Kremlin e as empresas precisam descobrir uma nova maneira de incentivar a extração de petróleo e aumentar as suas receitas, mesmo tomando medidas que poderiam prejudicar a produção no longo prazo. Enquanto o governo afirma controlar a produção de petróleo e gás, grande parte da indústria permanece independente sob controle privado, geridas em um equilíbrio delicado que maximizasse a receita fiscal, enquanto apoiava o crescimento. A estratégia teve sucesso durante uma década, uma vez que a produção petrolífera atingiu um recorde pós-soviético, enquanto fornecia cerca de metade das receitas orçamentais para o

---

<sup>69</sup> The Economist, "Planet Plutocrat", março de 2014. Disponível em: <http://www.economist.com/news/international/21599041-countries-where-politically-connected-businessmen-are-most-likely-prosper-planet>

governo. Entretanto, o colapso dos preços do petróleo destruiu o equilíbrio, deixando a Rússia com um grande déficit e entrando em recessão. Aumentar os impostos é a solução que parece estar sendo cogitada para atender às necessidades orçamentárias russas.

#### 5.4. O impacto da queda dos preços de petróleo na economia russa

A queda do preço do petróleo e as sanções internacionais fizeram com que, em 2016, a economia da Rússia tenha registrado sua maior queda no PIB desde 2009. A queda de 3,7% no PIB foi registrada num momento em que o preço do petróleo bruto Brent oscilava em torno de US\$ 30 a 40 por barril (início de 2016) e negociações em rublo atingiram um recorde de baixa em relação ao dólar. Paralelamente, o governo anunciou cortes no orçamento para 2016, tendo como base a previsão do preço do petróleo em US\$ 50 por barril.

A crise teve sérios efeitos na economia russa, tanto para os consumidores quanto para as empresas, além de desvalorizar os mercados financeiros regionais. O mercado de ações russo, em particular, sofreu grandes quedas, com o índice de ações russas – RTS – tendo caído 44% em 2014 e 6,2% em 2015 [figura 29].



Figura 29: Queda expressiva do Índice de Ações Russo (RTS) a partir de 2014

Fonte: Yahoo Finance

As taxas de juros do país dispararam em 2014, subindo 240% e atingindo um patamar de 17% a.a., o que não se via desde 1998 [figura 30]. Com o medo de insolvência, corridas bancárias começaram a ocorrer e a taxa de empréstimo interbancário trimestral subiu para 28,3%, maior do que foi visto na crise financeira de 2008.



Figura 30: Taxa de juros russa a partir de 2006 (% ao ano)

Fonte: tradingeconomics.com

Diversos indicadores econômicos divulgados pelo serviço de estatísticas do Estado (*Russian Federation State Statistics Service - 2016*) e o *Russia Economic Report* do Banco Mundial ilustram bem a reação em cadeia gerada pela crise petrolífera, ao mostrarem pesadas quedas e deterioração em diversos setores.

O ajuste inicial da economia se deu principalmente por uma queda da renda nacional bruta na ordem de 10%. Os baixos preços de petróleo em conjunto com a taxa de câmbio flutuante levaram a forte desvalorização do rublo, como pudemos ver na figura 28. Tendo como consequência a desvalorização da moeda em relação ao dólar americano e o aumento da inflação para 17-18% ao ano, em comparação a 6% em 2014. Como os salários não são ajustados à mesma taxa, houve a perda de poder de compra dos consumidores, reduzindo o consumo em 7,5% no ano passado. As vendas de varejo na Rússia diminuíram 5,8% ano-a-ano, em março de 2016, em comparação com uma queda de 4,3% no mês anterior [figura 31]. As vendas de alimentos declinaram 5,0% e as de não-alimento caíram 6,5%. De maneira geral, houve uma contração de 10% do setor de comércio.

### Vendas no atacado na Rússia

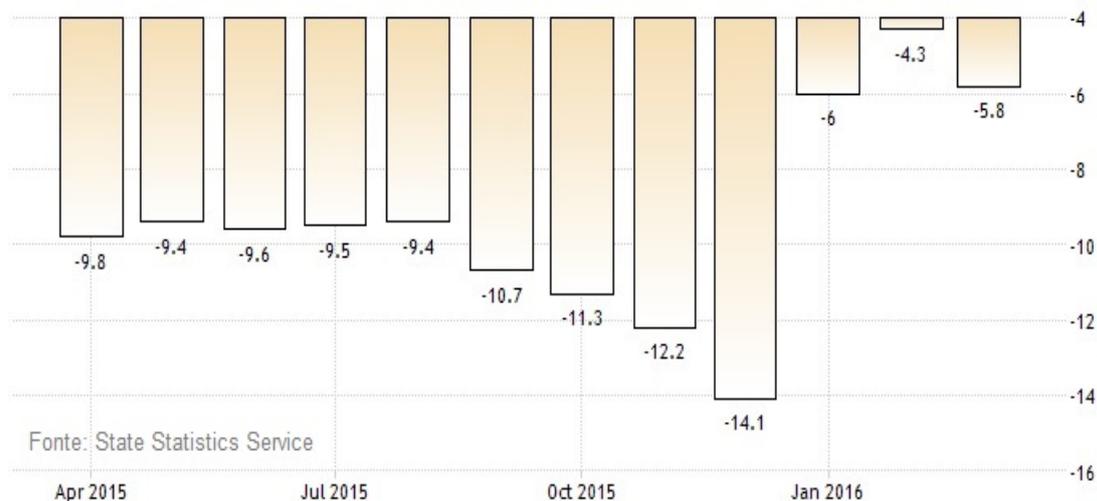


Figura 31: Vendas no atacado despencam na Rússia em 2016

Fonte: State Statistics Service

À medida que o efeito cambial das sanções foi perdendo força, a queda do valor de petróleo se tornou fator determinante para a depreciação do rublo. O valor do barril do petróleo tipo *Brent* caiu 47% no ano passado, o que levou a uma desvalorização de 37,4% da moeda russa. Da mesma maneira em que a desvalorização da moeda amortizou os impactos da queda dos preços de petróleo para a Noruega, ela também o fez para a Rússia. O rublo desvalorizado facilita a transformação estrutural da economia, ou seja, a realocação de recursos e da atividade econômica. Produtores e exportadores foram beneficiados pelo novo termo de troca, através de uma maior demanda interna e o aumento da competitividade internacional, respectivamente. Não obstante, a desvalorização protegeu as reservas cambiais e os fundos de estabilização, uma vez que estes são denominados em dólares americanos.

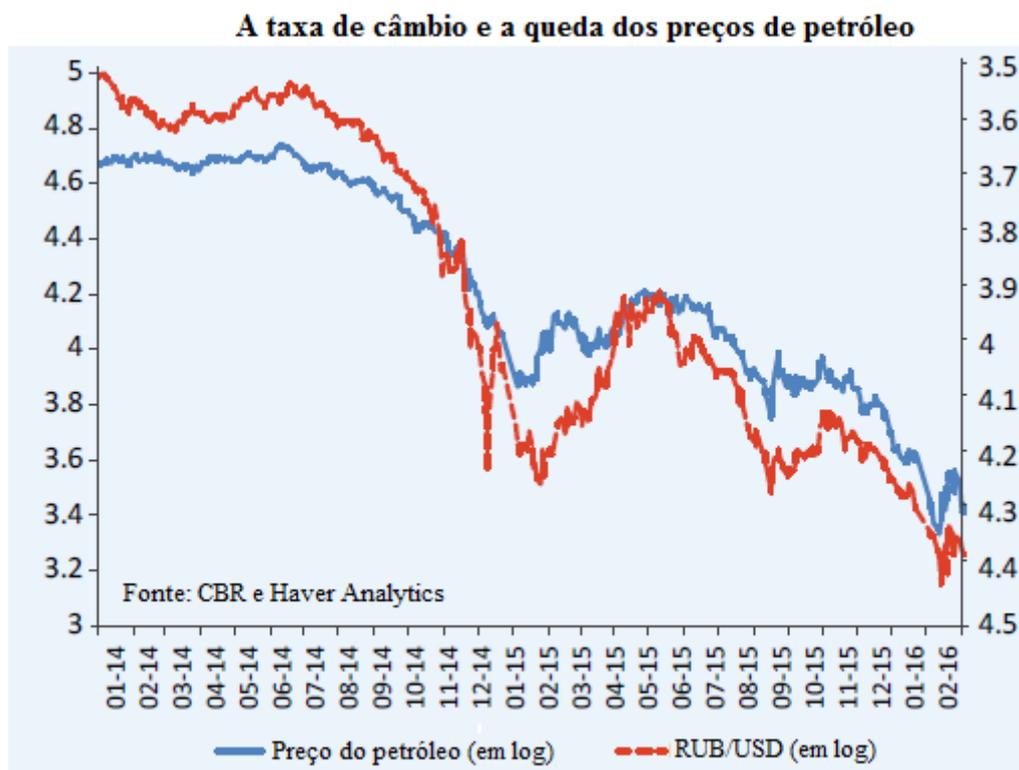


Figura 32: A forte desvalorização da moeda russa e a queda do preço de petróleo

Fonte: Russia Economic Report

As sanções impostas à Rússia limitaram o acesso das empresas russas ao mercado de crédito internacional, além de restringir investimentos estrangeiros. A queda da confiança dos empresários em conjunto com os altos custos de capital e a menor demanda dos consumidores, pouco incentiva as empresas a expandirem seus negócios. Conseqüentemente, houve uma queda de 18,7% na taxa de formação de capital bruta, registrando o terceiro ano consecutivo de queda da taxa.

A taxa de câmbio flutuante levou a uma redução das importações de 25,7%. O aumento do preço dos produtos importados, em combinação com uma demanda menor causada pela recessão, reduziu o valor das importações de US\$ 308 bilhões para US\$ 193 bilhões em 2015. A redução das importações, porém, não foi capaz de compensar a queda das receitas de exportação, levando a uma redução do superávit da balança comercial de US\$ 189,7 bilhões para US\$ 148,5 bilhões. Enquanto em 2014 a receita com exportação de óleo e gás foi de US\$ 325 bilhões, a queda dos preços tanto do petróleo quanto do gás natural, reduziu a receita em 2015 para US\$ 198,9 bilhões.

A dívida externa russa caiu moderadamente de US\$ 599,9 bilhões em 2014 para US\$ 519,9 bilhões no final de 2015. Essa queda é explicada pelo contínuo pagamento da dívida, e a ausência de novos créditos no mercado externo. As sanções, em combinação com uma recessão e os baixos preços de petróleo elevou drasticamente o custo de empréstimo da Rússia e suas firmas. Na figura 33 podemos ver a variação do *spread* do *credit default swap* (CDS) de 5 anos. Embora a dívida externa tenha caído em valores absolutos, ela de fato passou de 43,3% do PIB para 46,8%.

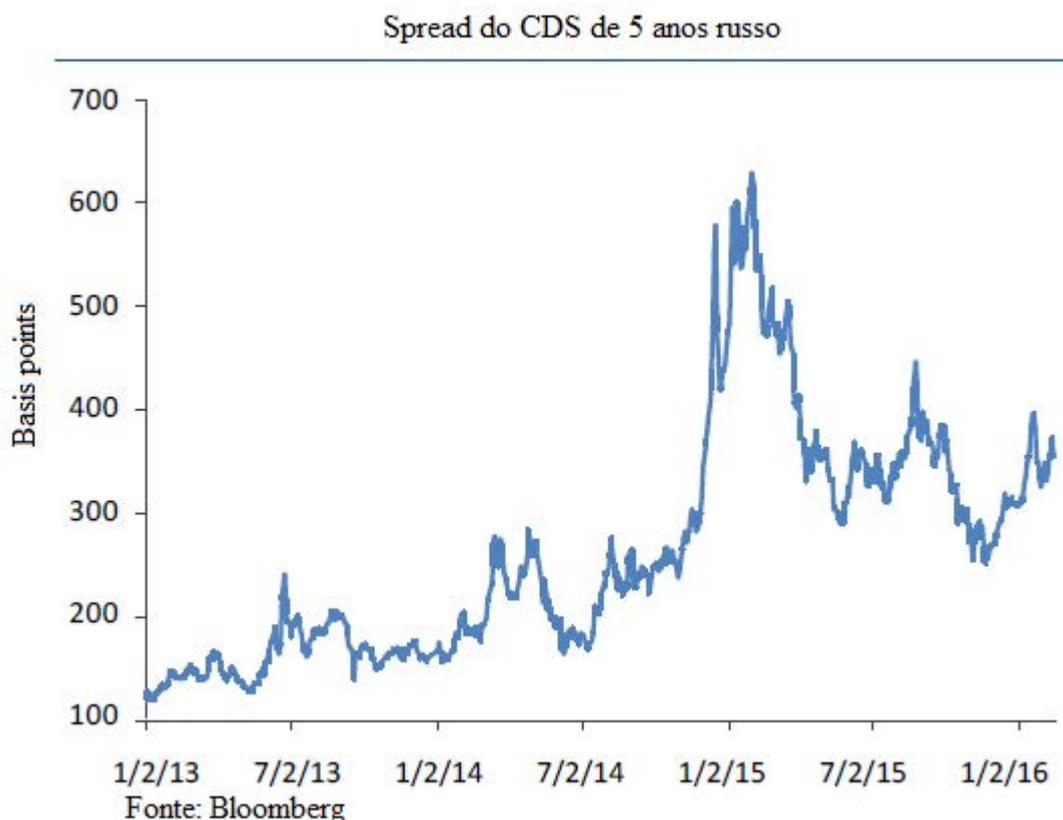


Figura 33: O aumento do custo de empréstimo russo 2013-2016

Fonte: Russia Economic Report

Já a taxa de desemprego, que em julho de 2014 atingiu o menor nível histórico (4,8%), disparou nos meses seguintes, atingindo 6,0% em março de 2016, maior taxa desde janeiro de 2013, conforme mostra a figura 34. O número atual de desempregados russos beira os 4,5 milhões de pessoas. Vale ressaltar que a alta da taxa de desemprego foi contida pela queda dos salários reais.



Figura 34: A taxa de desemprego tem tendência de alta e atinge o maior patamar desde 2013

Os gastos do governo se mantiveram comportados, apresentando baixas taxas de crescimento entre 2004 e 2011. Porém, em 2011, houve um salto nos gastos do governo, como podemos ver na figura 35 impulsionados por um forte aumento de gastos militares. O Kremlin lançou um pacote de US\$ 700 bilhões para serem investidos até 2020 para renovar o seu exército. Este gasto, porém, não é mais financiável com a renda de petróleo. E devido as sanções impostas após a anexação da Criméia, o governo perdeu a capacidade de captar dinheiro em mercados estrangeiros. Portanto, para arcar com os investimentos militares o governo está sacando dinheiro dos seus fundos de reserva, cuja função é a estabilização da economia em momentos de baixa dos preços de petróleo.

**Grande aumento dos gastos do governo na véspera da queda dos preços de petróleo**

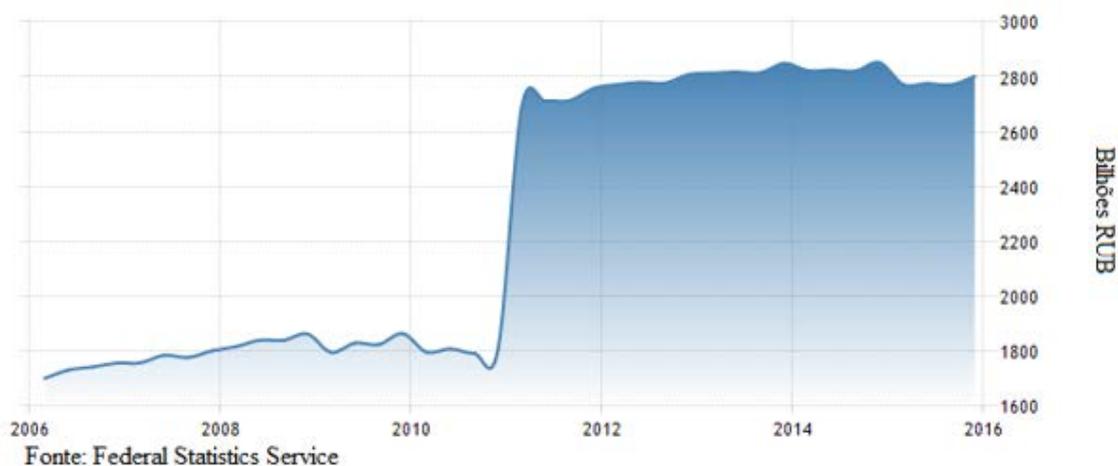


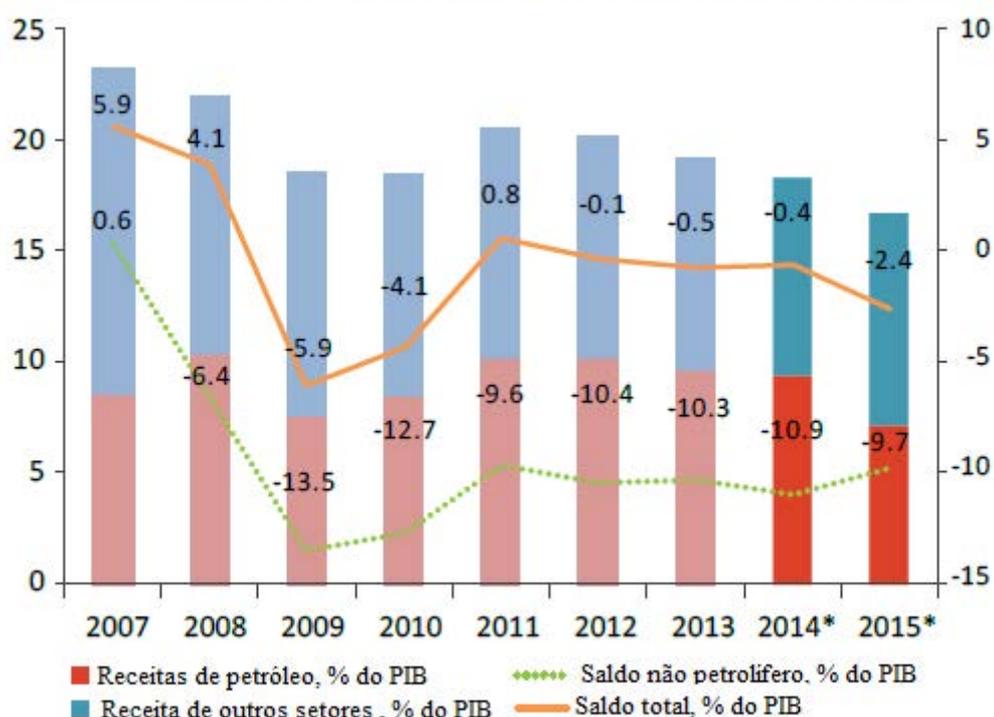
Figura 35: O aumento dos gastos do governo 2006-2016

Fonte: Trading Economics

O déficit do governo aumentou dramaticamente no ano passado devido à grande redução de receitas, causada pela forte queda dos preços de petróleo e gás. A significativa desvalorização da moeda em 2014 foi capaz de neutralizar em parte os efeitos da queda dos preços de petróleo, mas já em 2015 esse não foi o caso. O derretimento dos preços foi tão dramático que o câmbio enfraquecido não protegeu as receitas do governo. As receitas do governo provenientes de óleo e gás, que em 2014 correspondiam a 9,5% do PIB, caíram para 7,3% em 2015.

As receitas do governo de setores não ligados ao petróleo e gás aumentaram de 9,1% do PIB em 2014 para 9,7% ao final do ano passado. Esse aumento se deu através da elevação de impostos sobre o valor adicionado e a alíquota de imposto de renda das empresas. Este aumento de receita, porém, não foi o suficiente para neutralizar a perda de receitas por causa do setor de óleo e gás. As receitas de petróleo ainda constituem cerca de 40% da receita federal.

**Orçamento federal e o saldo orçamental 2007-2015, em porcentagem do PIB**

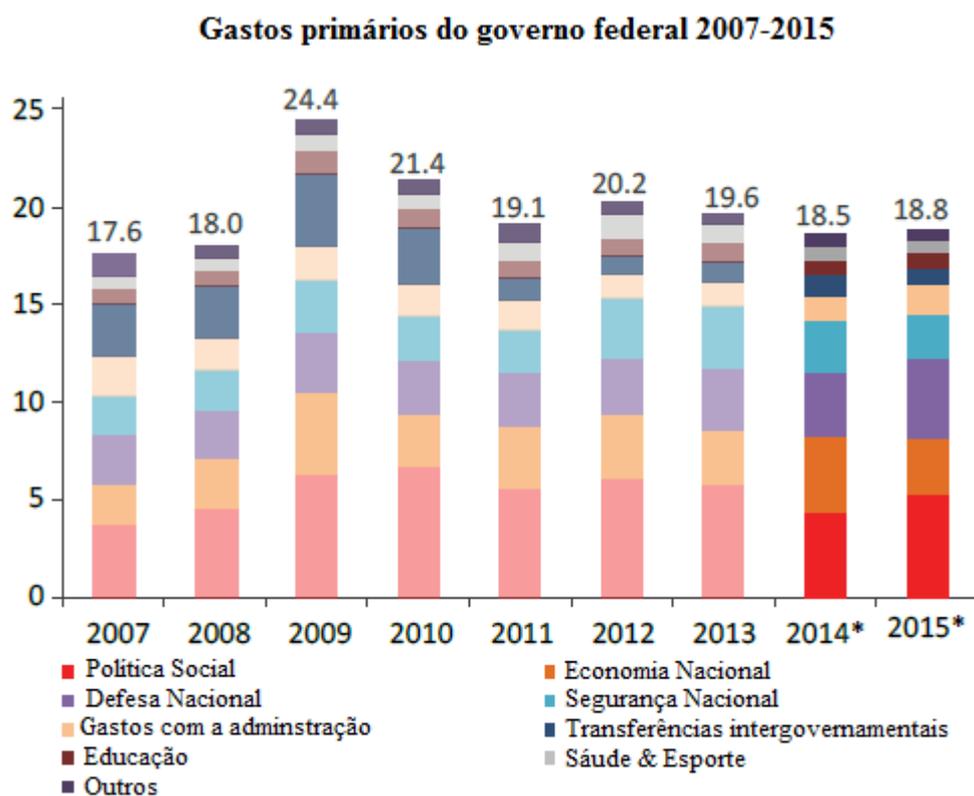


Fonte: Roskazna, Rosstat

Figura 36: Composição do orçamento e os saldos 2007-2015

Fonte: Russia Economic Report

Vimos anteriormente que as receitas do governo não cobrem, atualmente, os seus gastos. Portanto, em 2015, o governo decidiu cortar os seus gastos em 5% e ao mesmo tempo lançou um pacote anti-crise de US\$ 36 bilhões. Seu objetivo é mitigar os efeitos da queda dos preços de petróleo e do corte dos gastos de governo. Porém, ao final de 2015, o governo havia conseguido reduzir em apenas 2,5% os seus gastos e o petróleo continua representando 40% de suas receitas. O aumento em gastos de defesa, devido à atual situação geopolítica e os gastos sociais, em grande parte por conta da indexação das aposentadorias através do pacote anti-crise, foram os responsáveis pela menor queda nos gastos federais (figura 37)



Fonte: Roskazna, Rosstat

Figura 37: A composição dos gastos do governo 2007-2015

Fonte: Russia Economic Report

Estima-se que o déficit do governo atinja 4% do PIB este ano, levando economistas a alertarem o governo russo de que é necessário a redução dos gastos em armamento e um redirecionamento destes recursos para outros setores da economia.

Ao longo de 2015 o governo fez saques do *Reserve Fund* para financiar o orçamento federal e usou o *National Welfare Fund* para estímulos econômicos não previstos em seu orçamento. Do final de 2014 até o fim do ano passado o saldo do *Reserve Fund* caiu de US\$ 87,9 bilhões para US\$ 46 bilhões. Os recursos sacados do *National Welfare Fund* foram utilizados para resgatar grandes instituições financeiras e estimular o investimento. Foram investidos US\$ 7,3 bilhões em ativos denominados em rublo de alto risco, algo que foge das diretrizes do fundo. O saldo caiu de US\$ 78 bilhões em dezembro de 2014 para US\$ 71,7 bilhões.

No final do ano passado o Kremlin aprovou o orçamento federal para 2016, baseado num cenário em que o preço do barril de petróleo Ural seria de US\$ 50, a inflação estável em 6,4% e uma taxa de crescimento do produto interno bruto de 0,7%. Estima-se um déficit orçamentário de 3% do PIB com um déficit não-petrolífero de 10,7% do PIB, que será em grande parte financiado pelo *Reserve Fund*. Porém, já no início de 2016 o governo reconheceu que terá que cortar o orçamento em mais 10%, e espera-se que novas revisões orçamentárias ocorram ao longo do ano. Está sendo considerado também um processo de privatização para custear o déficit de 2016.

Para agravar a situação, o Fundo Monetário Internacional (FMI) está prevendo uma nova queda no PIB russo de 1% em 2016 antes de um retorno ao crescimento de 1%, que ocorreria somente em 2017. No entanto, a recessão de 2015 foi menor do que o FMI anteviu, inclusive não havendo uma repetição do pânico de dezembro de 2014, quando russos correram aos bancos para comprar dólares e euros.

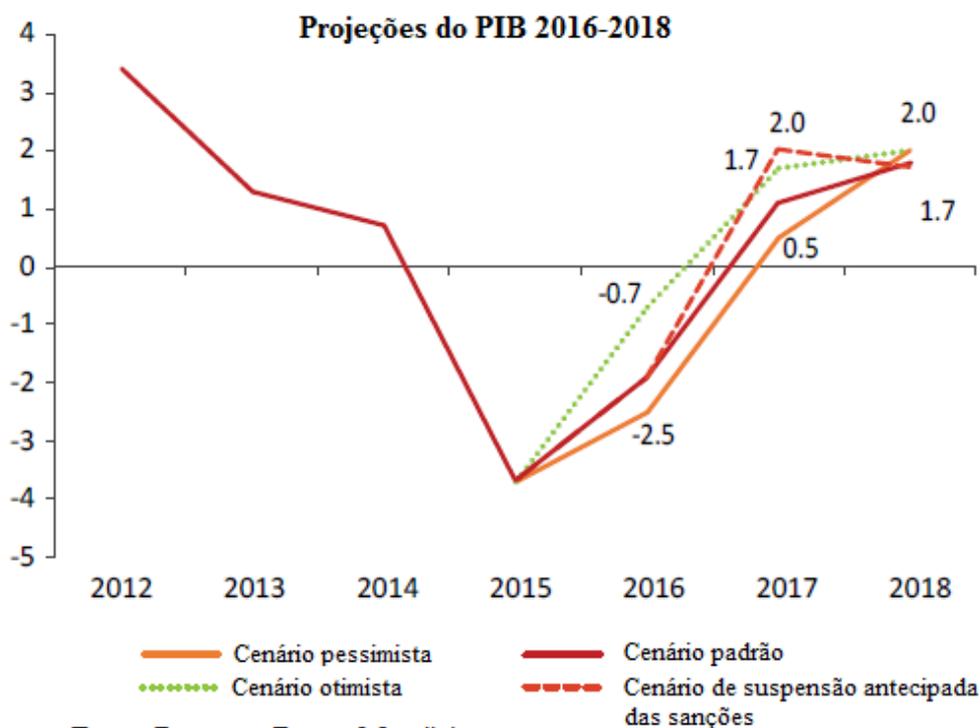
Do ponto de vista geopolítico, a queda dos preços de petróleo em conjunto com uma queda na demanda do mercado europeu está forçando uma reorientação da política de exportação russa. Os países asiáticos, em especial a China, têm se tornado possíveis parceiros estratégicos para o país. Além de contratos de exportação, leva-se em consideração a flexibilização das leis sobre os recursos naturais, que atualmente limitam a participação estrangeira em empresas russas em 10%, para permitir a aquisição de participações em torno de 25-49% por parte de empresas chinesas. Essa injeção de capital chinês seria bem-vinda pelas petrolíferas russas uma vez que os baixos preços de petróleo inviabilizaram a execução de novos projetos de grande escala.

E por fim, com a intenção de fornecer um alívio às empresas de petróleo, o governo está estudando a implementação um novo sistema de taxação para a produção de petróleo e gás. Ao invés de se taxar igualmente cada barril de petróleo produzido, além da cobrança royalties, o governo taxaria as empresas petrolíferas de acordo com os seus

lucros. Embora essa mudança seria muito benéfica para as empresas do setor de óleo e gás, o que por sua vez mantém o bem-estar daqueles direta ou indiretamente envolvidos, ela seria prejudicial para o orçamento do governo pois reduziria as receitas tributárias provenientes do setor petrolífero.

## 5.5. Futuro para a Rússia<sup>70</sup>

Espera-se que durante 2016 o país continue seu árduo processo de ajustamento à nova conjuntura de preços de petróleo e geopolítica. A economia encolheu 3,7% no ano passado, e estima-se uma queda de 1,9% do PIB no final de 2016. O Banco Mundial projeta um crescimento da economia apenas em 2017, à taxa de 1,1%. As projeções consideram um preço médio do barril de petróleo de US\$ 37 ao longo do ano, e um aumento para US\$ 50 a partir de 2017.



Fonte: Rosstat e Banco Mundial

Figura 38: Diferentes cenários de crescimento do PIB

<sup>70</sup> Os dados retirados para essa seção são de: World Bank, “Russia Economic Report – A Long Journey to Recovery”, abril 2016. Disponível em [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2016/04/15/090224b08429dcfe/1\\_0/Rendered/PDF/Russia0rconomi00journey0to0recovery.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2016/04/15/090224b08429dcfe/1_0/Rendered/PDF/Russia0rconomi00journey0to0recovery.pdf)

A fraca economia global torna a recuperação da economia ainda mais difícil. Projeta-se taxas de crescimento dos investimentos baixas por conta de diversos fatores. Os baixos preços das commodities, maiores produtos de exportação da Rússia, em combinação com a lenta retomada da economia global, é fator limitante para o setor de exportação. O continuo declínio na renda da população é o principal motivo da baixa demanda doméstica. Falta, portanto, incentivo para as firmas nacionais expandirem a sua capacidade voltada para o mercado doméstico. As sanções econômicas limitam o acesso ao mercado de capitais internacionais e restringe o investimento estrangeiro direto, contribuindo para a baixa taxa de investimentos no país. Os baixos preços do petróleo, e das *commodities* em geral, e a queda das receitas de petróleo e gás restringem a expansão dos gastos do governo, limitando as políticas anticíclicas. Portanto, espera-se uma lenta recuperação das taxas de investimento, somente retornando a valores positivos em 2017. O impacto negativo que a crise econômica teve sobre o consumo só se reverterá no ano que vem, uma vez que os estímulos fiscais não tiveram efeito significativo. Estima-se taxas de crescimento do consumo entre 1-2% a partir de 2017.

É de se esperar que os baixos preços de petróleo e sanções econômicas levem a uma reestruturação da economia russa e altere as relações com seus parceiros comerciais. Espera-se que a moeda desvalorizada facilite a expansão de setores não-petrolíferos nos próximos anos. Já tem se observado um aumento da proporção de exportações dos outros setores, embora a grande parte venha de outras *commodities*. O setor manufatureiro precisa modernizar a sua estrutura de produção para permanecer competitivo e compensar os altos custos de importação de seus insumos. E quanto aos seus parceiros comerciais, a Rússia tem se aproximado da China e da união alfandegária *Eurásia*<sup>71</sup> como consequência das sanções econômicas.

O foco do governo em 2016 será a consolidação fiscal e a reestruturação do setor financeiro. É improvável que a Rússia consiga obter um déficit primário de 3% do PIB, a sua meta orçamentária de 2016. E para financiar os seus gastos o governo continuará sacando dos seus fundos, diminuindo ainda mais os já baixos saldos. Na elaboração do orçamento de 2017 será necessário priorizar a destinação dos gastos fiscais. Como vimos na seção anterior, foram usados recursos dos fundos para resgatar os bancos nacionais. Nos próximos anos o governo terá que fiscaliza-los atentamente e assegurar-se de sua

---

<sup>71</sup> União alfandegária criada pela Bielorrússia, Cazaquistão e Rússia em 2012.

solidez financeira, uma vez que é um setor muito exposto aos efeitos da baixa dos preços de petróleo, e, principalmente, às sanções econômicas.

Projeta-se uma participação menor da Rússia no crescimento econômico global, devido à expectativa de baixa atividade econômica num cenário de baixos preços de *commodities*. A queda dos preços de petróleo expôs as fraquezas do crescimento russo apoiado no seu setor de óleo e gás, além de comprovar que o país é vítima da doença holandesa. Porém, através da desvalorização do rublo, criou-se uma excelente oportunidade para uma transformação econômica. As condições são favoráveis para a expansão e diversificação da sua economia que não depende de recursos naturais. Para tal, serão necessárias reformas estruturais e melhorias no âmbito corporativo afim de estimular o espírito animal dos empresários. É preciso fazer altos investimentos em indústrias não-petrolíferas para expandir sua gama de produtos manufaturados e serviços e diversificar a economia. Se isso for cumprido, poderá elevar as taxas de crescimento além dos moderados 1-2% projetados a partir de 2017. Em suma, embora o potencial de médio prazo não seja muito promissor, o país tem a chance de construir o fundamento para um crescimento de longo prazo robusto e sustentável.

Numa pesquisa recente, nas quais foram entrevistados empresários e consumidores, concluiu-se que o mais importante obstáculo nas decisões de investimento e consumo é a incerteza quanto às políticas do governo (figura 39). A confiança tanto dos consumidores quanto dos empresários não foi restaurada ao longo de 2015. A baixa confiança não se dá apenas pela fraca demanda doméstica. As incertezas quanto às políticas fiscais e econômicas de médio prazo se tornaram em 2016 o maior empecilho às decisões de investimentos dos empresários. Restaurar esta confiança é ponto chave para uma recuperação de médio a longo prazo.



Figura 39: Os obstáculos ao investimento

Fonte: Russia Economic Report

A incerteza sobre a política fiscal representa um risco para as perspectivas de crescimento da economia russa. A forte atuação do governo na economia o torna peça chave para as empresas privadas, uma vez que estas dependem dos contratos públicos. O sistema de seguridade social é bastante generoso e os pagamentos de aposentadoria constituem uma parcela representativa da receita das famílias. O país possui uma quantidade avassaladora de funcionários públicos. Portanto, como boa parte da força de trabalho é empregada pelo governo, muitas famílias dependem do Estado. O papel de grande importância exercido pelo governo aumenta o risco para as famílias e empresas quando a incerteza a respeito de cortes fiscais e priorização de gastos surge no horizonte. A maneira como a política fiscal é conduzida contribui profundamente para a maneira como os empresários e a população em geral percebem a economia, além de influenciar a geração de empregos, a receita das famílias e o crescimento econômico. O primeiro ajuste fiscal foi facilitado pelas consideráveis reservas fiscais. Mas com a continua queda dos preços do petróleo, estas reservas foram diminuindo a taxas aceleradas. O planejamento fiscal de longo prazo se tornou tarefa árdua com a alta volatilidade das

receitas de petróleo, levando a planos fiscais de apenas um ano. É improvável que a Rússia consiga cumprir a sua meta de obter um déficit primário de 3% do PIB em 2016. Espera-se que o *Reserve Fund* seja exaurido até o final do ano. O Presidente Vladimir Putin anunciou no final do ano passado a meta de equilíbrio orçamentário em 2019. Isto indica uma nova diretriz fiscal, porém, faltam os mecanismos para a implementação.

Nos anos seguintes, dois desafios fiscais permanecerão. O primeiro é implementar uma reestruturação dos gastos fiscais, além de cortes dos gastos. O governo deve se empenhar em fortalecer a sua indústria não-petrolífera para se ajustar às receitas de óleo e gás em queda. Reformas sofisticadas são a solução para se tornar mais independente das receitas petrolíferas. Cortes no orçamento servem apenas como medidas emergenciais de curto prazo. O segundo desafio é retomar o planejamento fiscal de médio prazo, que foi abandonado em agosto de 2015 devido à incerteza quanto às receitas do governo de óleo e gás. Um plano fiscal de médio prazo crível restaurará a confiança dos consumidores e empresários, reduzindo a incerteza quanto à política fiscal. Uma estratégia bem elaborada visando à eliminação do déficit orçamentário ao longo da década permitiria que as famílias e empresas tomassem as suas decisões de consumo e investimento de maneira mais eficiente.

Projetam-se consideráveis déficits fiscais no médio prazo, e a manutenção da estabilidade fiscal vai necessitar de uma nova estratégia de financiamento. Atualmente está-se usando o restante do *Reserve Fund* como fonte de recursos e algumas privatizações de ativos públicos. O governo tentará implementar a partir da metade do ano um ambicioso plano de privatização. Os recursos do *National Welfare Fund* devem ser usados para investimentos em infraestrutura e no mercado financeiro. Estes investimentos precisam ser transparentes e bem estudados para garantir altos retornos do capital investido. Melhores investimentos públicos aumentariam o fluxo de caixa futuro do governo.

Vimos que a mudança dos preços relativos, desencadeada pela forte desvalorização do rublo criou a oportunidade para que a Rússia melhore significativamente a sua competitividade internacional. O portfólio de exportação pode ser ampliado agora que os produtos russos se tornaram relativamente mais baratos. Indústrias podem optar por expandir a sua produção ou até mesmo se aventurar em novos setores, visando os maiores lucros de exportação. Os preços relativamente baixos, porém, não serão suficientes para garantir a sua competitividade global. As empresas nacionais precisam aumentar o conteúdo tecnológico das suas exportações, melhorar a qualidade

de seus produtos e estar de acordo com normas e padrões internacionais. Para isso, serão necessários substanciais investimentos, principalmente investimento estrangeiro direto. Estes normalmente veem acompanhados de intercâmbios de tecnologias e *know how*. Atrair estes investimentos não será tarefa fácil, principalmente num cenário de sanções econômicas, a menos que se melhore o sentimento dos investidores e sejam introduzidas profundas reformas estruturais. As reformas podem melhorar a confiança dos empresários no curto prazo e melhorar as perspectivas de crescimento de longo prazo da econômica. Altos custos de transporte e logística, corrupção, barreiras de entrada nos mercados, monopólio de insumos e falta de competição em geral são barreiras para os investidores. Se a Rússia quiser diversificar o seu perfil de exportação, ela terá que promover reformas estruturais para remover essas barreiras. Uma maior mobilidade da mão de obra e de capital, além de um tratamento igual dos investidores privados geraria crescimento econômico no longo prazo. A criação de instituições reguladoras altamente eficientes pode promover a concorrência e diminuir a corrupção.

O novo plano anti-crise, lançado pelo governo no início deste ano, não foca apenas em medidas emergenciais como também prevê uma série de iniciativas de desenvolvimento econômico de médio prazo. Entre algumas das iniciativas estão a redução de auditorias fiscais das empresas, a melhoria do clima de investimento, diminuir a incerteza regulatória e agilizar e tornar mais transparentes os processos judiciais. A rápida implementação destas medidas sinalizaria para os mercados internacionais que a Rússia está comprometida em melhorar as condições de investimento no país. O plano provisionou US\$ 9,5 bilhões, ou 0,8% do PIB, em novos gastos voltados para indústrias selecionadas e governos regionais (figura 40). Os recursos transferidos para os governos regionais serão usados para financiar pequenas e médias empresas não-petrolíferas e para reforçar o sistema de seguridade social das regiões. As indústrias selecionadas que receberão ajuda do governo são a automobilística, a companhia ferroviária estatal e o setor de construção civil.

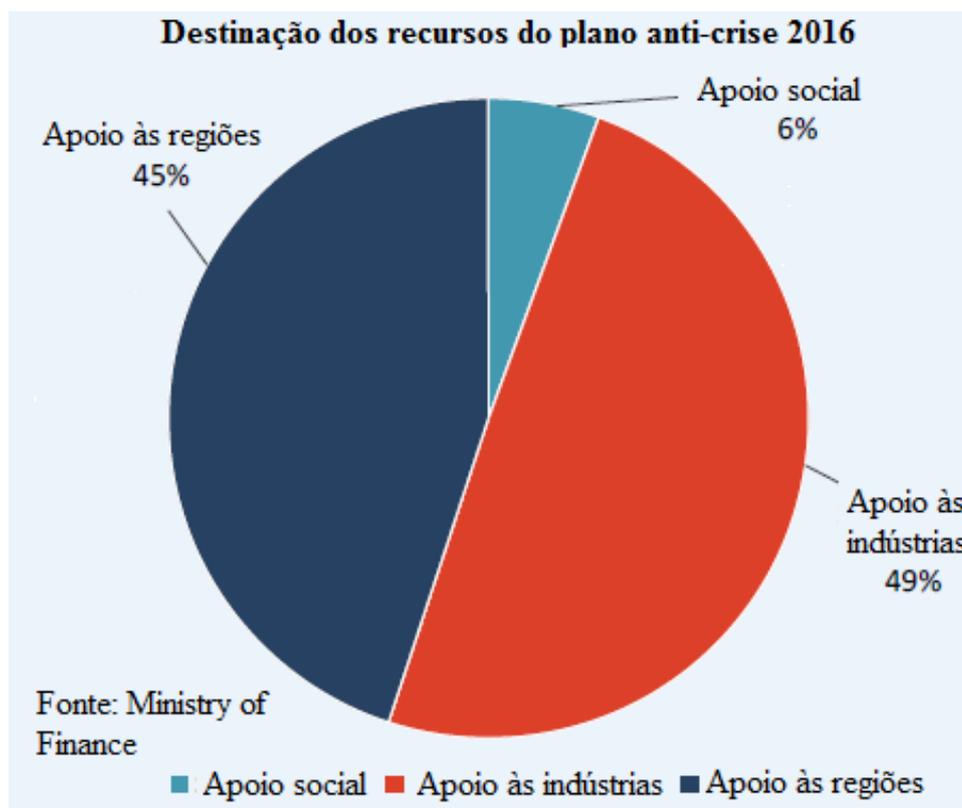


Figura 40: Aplicação dos recursos do plano anti-crise

Fonte: Russia Economic Report

A maior parte dos recursos do plano anti-crise já foram incluídas no orçamento de 2016 (Figura 41). Os gastos para estimular a economia aumentaram em 11% nominais, podendo ser alterado em revisões orçamentárias. Os recursos destinados para a companhia ferroviária estatal virão do *National Welfare Fund*, por se tratar de investimentos em infraestrutura. A alocação do restante dos recursos será definida ao longo da primeira metade de 2016, e podem envolver uma segunda rodada de indexação das aposentadorias, em adição à indexação já proposta no orçamento de 2016. Além do NWF estão à disposição recursos do fundo anti-crise do governo, que consiste dos valores não gastos do plano anti-crise de 2015, o fundo especial do presidente, que é composto por contribuições previdenciárias.

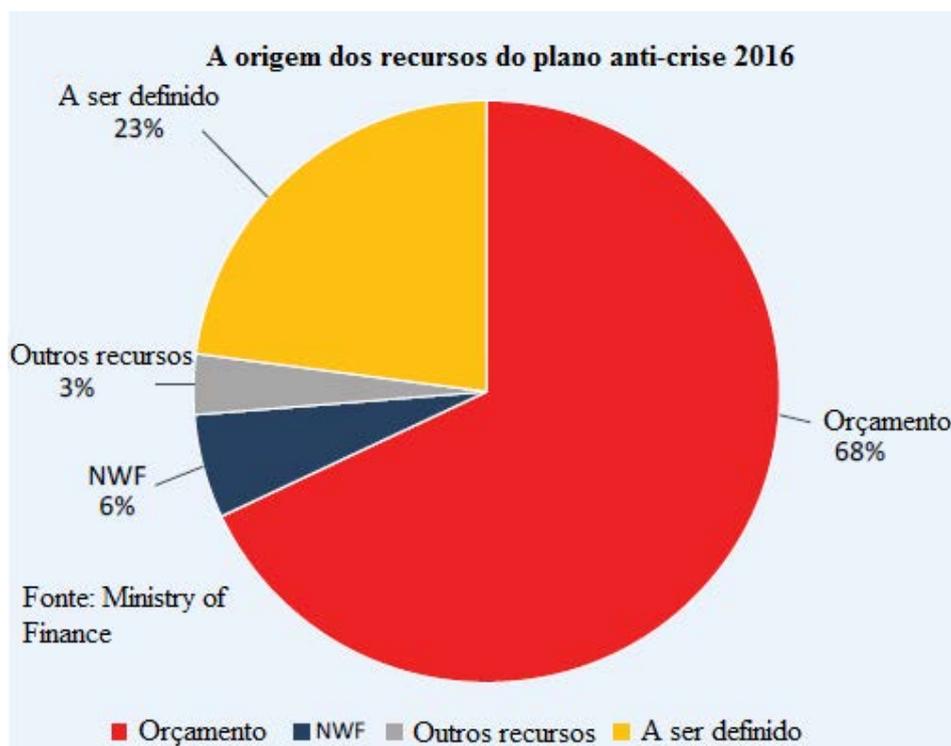


Figura 41: Origem dos recursos do plano anti-crise 2016

Fonte: Russia Economic Report

A atual recessão está revertendo as conquistas das últimas décadas em reduzir a pobreza e a desigualdade de renda. Espera-se que a taxa de pobreza aumente em 2016, conforme a economia continue contraindo, a taxa de desemprego aumentando e a inflação corroendo os salários reais. O governo, com as mãos atadas pela queda de suas receitas e o desafio de reduzir os seus gastos, não terá muita margem para aplicar políticas sociais. Entre 2014 e 2015, 3,1 milhões de russos migraram para debaixo da linha de pobreza, e estima-se que em 2016 o nível de pobreza volte aos níveis de 2007. Com o enfraquecimento do mercado de trabalho, espera-se que a taxa de desemprego aumente e os salários reais caiam ainda mais. Os níveis de pobreza devem aumentar de acordo (figura 42).

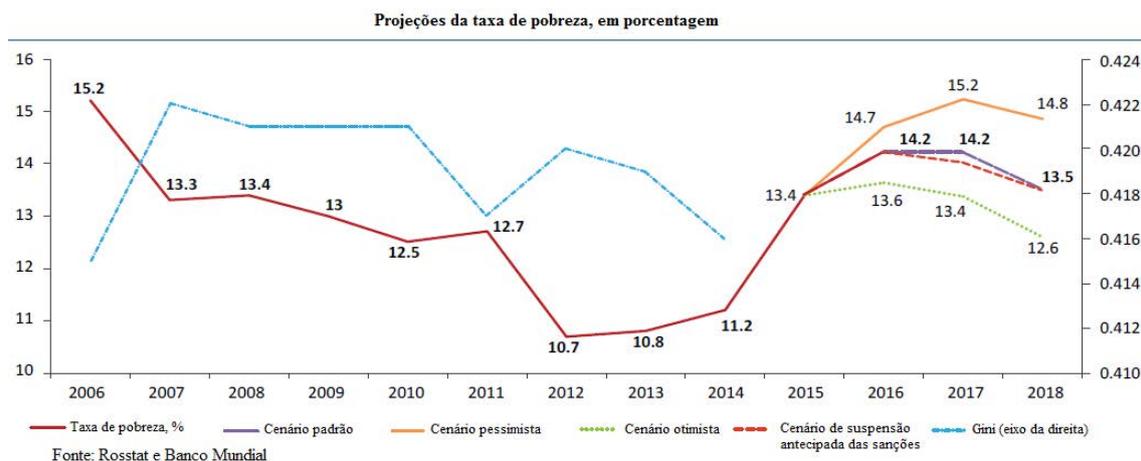


Figura 42: Projeção de aumentos na taxa de pobreza

Fonte: Russia Economic Report

Uma melhoria no cenário econômico desaceleraria o aumento do nível de pobreza, porém, excluindo o cenário otimista, a pobreza em 2017 deve permanecer nos níveis de hoje ou aumentar para 14,8% da população. Já em 2018, os efeitos de uma economia em crescimento ao longo de 2017 levariam a um aumento dos ganhos dos trabalhadores, e, conseqüentemente, uma queda nos níveis de pobreza.

Para todos os cenários projetados pelo Banco Mundial, parte-se da premissa que o governo siga uma política monetária acomodativa e se concentre na consolidação fiscal. O banco central deve manter o foco em sua meta de inflação, relaxando a sua política conforme a inflação cair. No final de 2015, o Presidente Vladimir Putin declarou que tentará eliminar o déficit público até 2019. Para isso teria que cortar drasticamente os gastos do governo, reduzindo os recursos disponíveis para estimular investimentos e consumo. Os baixos preços de óleo e gás pressionarão as contas públicas, levando a recorrentes saques ao *Reserve Fund* e *National Welfare Fund*.

## 6. Conclusão

A crise do petróleo foi devastadora para os países produtores, em especial para aqueles que dependiam fortemente de sua exportação e de seus subprodutos. Entre esses países encontram-se a Noruega e a Rússia. Porém, enquanto que a Noruega, ainda que bastante abalada, parece possuir uma estratégia de escape, o mesmo não ocorre com a Rússia. Certamente se pedidos para escolherem entre os dois, especialistas do setor não teriam dúvidas de apontar a Rússia como estando na pior situação. Diversos motivos explicam o porquê.

A Rússia foi, de longe, um dos países que foram mais afetados pela queda do preço do petróleo. É estimado que o país tenha perdido um estimado de US\$ 2 bilhões em receita para cada queda de US\$ 1 do barril de petróleo, gerando desvalorização cambial, aumento da taxa de juros e perda de reservas cambiais. Outras estimativas esperam perdas na ordem de US\$ 600 bilhões no período 2014-2017, das quais US\$ 170 bilhões estariam relacionadas às sanções e cerca de US\$ 400 bilhões por conta da queda dos preços de óleo e gás<sup>72</sup>. Em primeiro lugar, a economia da Rússia depende fortemente de óleo e gás, e as receitas do setor constituem mais de metade do orçamento atual. Este orçamento, no entanto, foi estabelecido considerando-se os preços do petróleo em torno de US\$ 50 por barril. Com a alta volatilidade dos preços e a dificuldade de previsão, o governo russo possui dois fundos totalizando US \$131,5 bilhões para compensar a discrepância. Porém as margens estão apertadas: quase metade da quantidade pode ser necessária para cobrir déficits orçamentais de 2016, mesmo se o petróleo subir para US\$ 50 o barril.

Para manter o equilíbrio, o governo russo teria de drenar esses dois fundos, a menos que conseguisse cortar o orçamento do Estado. Entretanto, realizar cortes existem grandes *trade-offs*. O governo está envolvido em um impasse com o Ocidente, portanto realizar cortes na defesa seria um desafio. O país também realizará eleições parlamentares críticas em setembro, logo cortar programas sociais não é uma boa opção. Para agravar este dilema, as empresas petrolíferas russas estão em apuros: embora o governo poderia reestruturar o sistema fiscal para proporcionar-lhes alívio, irá comprometer suas próprias

---

<sup>72</sup> PETERSON, Trude. “Russia Loses \$600 Billion on Sanctions and Low Oil Prices”, fevereiro 2016. Disponível em: <http://www.thebarentsobserver.com/industry/2016/02/russia-loses-600-billion-sanctions-and-low-oil-prices>.

receitas. Moscou também tem a opção de privatizar uma grande parte da gigante estatal de petróleo Rosneft este ano, para arrecadar fundos.

Já a Noruega possui indicadores que, apesar de serem ruins se comparados ao seu próprio histórico, não são tão maus, se comparados aos vizinhos. As taxas de desemprego, juros, inflação, entre outras, pioraram, mas ainda são consideradas boas, numa comparação com outros países desenvolvidos.

A corrupção é outro fator que ajudam a entender a discrepância da atual situação dos dois países. A elevada valorização da igualdade é parte intrínseca da Noruega e já faz parte de sua cultura. Já a Rússia nunca experimentou a democracia e a liberdade até o fim da União Soviética, ainda que esses elementos ainda sejam muito questionáveis na política do país. Porém, durante os anos 90, com o início de sua democracia, a Rússia não conseguiu compreender conceitos básicos de liberdade, responsabilidade e justiça e se transformou em um dos países mais corruptos do mundo. A Noruega, por outro lado, se preocupa com imensa transparência e evoluiu em uma sociedade com alta igualdade. Um exemplo disso é que os registros de imposto de renda de todos os cidadãos são abertos.

Do mesmo modo, os fundos soberanos, que proliferaram em diversos países produtores, durante a fartura de petróleo, hoje se encontram em apuros. E a gestão dos mesmos é outra diferença entre Noruega e Rússia. Os fundos soberanos do mundo têm, juntos, US\$ 7,2 trilhões em ativos, segundo *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI). Cerca de 60% dos ativos de riqueza de fundos soberanos estão em fundos dependentes das exportações de energia.

Agora, a Rússia e a Noruega, que possuem dois fundos que se destacam, se veem em situações diferentes. Ambos estão encolhendo e sendo utilizados pelos seus governos para cobrir as receitas perdidas com o petróleo. Porém, ao passo em que a Noruega utilizou somente uma parte pequena do fundo e possui leis rígidas par sua utilização, vetando o uso indiscriminado, a Rússia têm liquidado seus investimentos num ritmo acelerado, financiando projetos de grande escala, déficits do governo e investimentos diretos. As eleições russas são um agravante, à medida que o populismo, e consequentemente os saques do fundo, se torna mais tentador.

Caner et al. (2011) mostram que desde 2008-2009 o fundo soberano do mercado emergente da Rússia mostrou diferenças em relação ao fundo norueguês, que já estava mais estabelecido. O fundo russo sempre foi mais irregular em termos de injeções e retiradas de capital. Os ativos do fundo russo cresceram bastante, porém especialmente devido aos lucros provenientes do petróleo, enquanto que o crescimento do fundo

norueguês se deve ao investimento consciente em diversas aplicações ao redor do mundo. Desde 2008, a Rússia retira dinheiro do fundo para investir no mercado interno, em projetos de desenvolvimento. A Rússia também aumentou a participação dos títulos estrangeiros em carteira, apesar de uma baixa taxa de retorno sobre esses ativos. Já o fundo norueguês apresentou maior ênfase no desempenho a longo prazo. Apesar destas diferenças entre os fundos, os autores mostram que, estatisticamente falando, os retornos sobre seus investimentos seguiram um passeio aleatório.

O *Norges Bank Investment Management* adotou uma abordagem baseada na gestão do risco para o investimento responsável e está empenhada em reforçar a análise de risco para todos os investimentos do fundo da Noruega. Este fundo é investido na maioria dos mercados, países e setores, a fim de capturar a criação de valor global e diversificar o risco de forma eficiente. Há a avaliação de risco no mercado, setor e nível da empresa. Uma série de áreas de foco são selecionadas para orientar o trabalho: as alterações climáticas, a gestão da água e os direitos das crianças. O seu controle do uso se deve, em grande parte, à já referida legislação existente (primeiramente estabelecida em 2001) que limita seus saques a no máximo 4% ao ano. Seus gestores possuem uma poderosa equipe focada em estratégias de gestão dos ativos, cujo principal papel da área é conseguir a exposição de mercado e de risco desejado de forma mais eficiente possível. A área é responsável por gerenciar as grandes carteiras de ações e de renda fixa e a execução de transações de títulos. Além disso, gerem o capital, câmbio e os empréstimos de títulos. Uma equipe de análise também foi construída para ajudar os comerciantes e gerentes de carteiras a comprar e vender nos mercados aos mais baixos custos de transação possíveis. O fundo é uma parte anexa do orçamento anual da Noruega. Seu fluxo de entrada de capital consiste de todas as receitas de petróleo, as transações financeiras líquidas relacionadas com as atividades petrolíferas e o gasto líquido do que é consumido para balancear o déficit orçamentário não relacionado a petróleo. Isso significa que o fundo é totalmente integrado com o orçamento do Estado e que as dotações líquidas para o fundo refletem o excedente do orçamento total, incluindo receitas petrolíferas. A política fiscal é baseada na orientação que ao longo do tempo o déficit estrutural não-petrolífero deverá corresponder ao retorno real sobre o fundo, estimado em 4%.

Portanto, o fundo norueguês possui uma diretriz de preservar o poder de compra internacional para as gerações futuras do país. Suas estratégias para os próximos anos incluem: gerir os motores econômicos e sistemáticos de retorno real; focar na gestão de

longo prazo do risco do poder de compra do fundo; desenvolver uma equipe de funcionários com excelência e serem transparentes na sua gestão.

O *Russian Reserve Fund* foi projetado sobre o modelo que tem sido comum em todo o mundo desde a década de 1970, quando o fluxo de petrodólares forçou um número de nações a fazer esforços para "esterilizar" seus sistemas financeiros nacionais a partir de grandes receitas de entrada, afetando negativamente a sua economia e finanças.

Todos os fundos soberanos mundiais operam aproximadamente da mesma forma eles tentam investir seus recursos disponíveis em ativos conservadores que geram um pequeno lucro, mas garantir um elevado grau de conservação do investimento.

Porém eles diferem do *Reserve Fund* pelo fato de que, devido à dependência significativa da economia russa nas receitas do setor de óleo e gás, as consequências políticas de quaisquer decisões erradas tomadas pelo fundo na Rússia são significativamente mais elevadas que em outros estados, como a Noruega, por exemplo. Com a experiência da crise anterior, que começou em 2008, mostrou que o governo russo não hesitará em utilizar os recursos do fundo. Ou seja, ele está pronto para, a qualquer momento, sacrificar a sua função de "poupança" e usar seus recursos como uma fonte adicional de receitas orçamentais durante os períodos de turbulência econômica. O mesmo amparo legal existente na Noruega para evitar o uso indiscriminado do fundo não existe na Rússia. O Ministério das Finanças russo tem liberdade para a tomada de decisões sobre o gasto de recursos do *Reserve Fund*, enquanto autoridade individual que gerencia o Reserve Fund é realizado pelo Banco Central da Rússia. Para essas atividades, a aprovação do Conselho da Federação não é necessária.

Enquanto o Fundo Soberano da Noruega ainda pode durar algumas décadas, mesmo que com uma crise prolongada, o russo não aguentaria mais alguns anos em um contexto de crise prolongada.

A dinâmica das despesas de recursos durante a crise financeira (os anos de 2008 a 2010) mostra que, durante os dois anos, o montante total dos fundos de reserva da Rússia diminuiu de US\$ 142 bilhões em setembro de 2008, para US\$ 25 bilhões em dezembro de 2010 (ver figura 10). Ou seja, em dois anos, o nível de recursos diminuiu quase seis vezes. No entanto, logo depois disso, o montante dos fundos de reserva recuperou-se rapidamente a um nível de US\$ 90 bilhões, graças a um ambiente macroeconômico melhor em que os preços da energia começaram a subir.

Portanto, a grande diferença entre as capacidades da Noruega e da Rússia de saírem da crise petrolífera e de como se recuperarão ao longo da década, pode se resumir

à utilização de seus fundos soberanos. Uma melhor qualidade administrativa, aliada ao uso consciente do capital conferem à Noruega uma segurança para várias gerações. O mesmo não acontece com a Rússia, que em pouco tempo pode encontrar-se sem recursos para financiar o Estado.

## 7. Referências Bibliográficas

- AGAYEV, Vagif; AHKUNDOV, Fuad; ALIYEV, Fikrat T.; AGARUNOV, Mikhail – *World War II and Azerbaijan -1995*, Disponível em: [http://www.azer.com/aiweb/categories/magazine/32\\_folder/32\\_articles/32\\_ww22.html](http://www.azer.com/aiweb/categories/magazine/32_folder/32_articles/32_ww22.html). Acessado em 29/06/2016
- AUSTVIK, Ole Gunnar, 2014: "The Norwegian Petroleum Experience as an Example?" "The International Shale Gas and Oil Journal", *ISG&OJ*. Vol 2 Issue 2. pp.18-28
- British Petroleum, "BP at a glance", Fonte disponível em: <http://www.bp.com/en/global/corporate/about-bp/bp-at-a-glance.html>. Acessado em 29/06/2016
- CANER, Mehmet. GRENNES, Thomas. TUZOVA, Yelena. "Tale of Two Funds: Norwegian and Russian Sovereign Wealth Funds During the Crisis of 2008-2009", novembro 2016. Disponível em: <http://www.cgu.edu/PDFFiles/SPE/workingpapers/econ/RNSWFNov14v7%5B1%5D.pdf>
- CHEVRIER, C., 2009. Sovereign Wealth Funds in Russia. *Revue d'Economie Financière*. 73-81
- Die Literatur, "Die Geschichte der Ölforderung in Russland", 2016. Fonte disponível em: <http://dieliteratur.eu/index.php?newsid=233856>. Acessado em 29/06/2016
- DOS REIS E VELLOSO, João Pedro Cavaleiro: O modelo norueguês de integração com a União Europeia e o novo modelo de desenvolvimento nórdico.
- Encyclopaedia Britannica ,2016. Fonte disponível em: <http://global.britannica.com/event/Six-Day-War>. Acessado em 29/06/2016
- Encyclopaedia Britannica, 2016. Fonte disponível em: <http://global.britannica.com/event/Yom-Kippur-War>. Acessado em 29/06/2016
- ENGDAHL, F. William. "Rigging The Oil Market: Perhaps 60% of Today's Oil Price is Pure Speculation", 2014. Disponível em: <http://www.globalresearch.ca/perhaps-60-of-today-s-oil-price-is-pure-speculation/8878>. Acessado em 29/06/2016

- Fundo Monetário Internacional, "Regional Economic Outlook - Middle East and Central Asia", Abril 2016
- Global property guide, "Norway's housing market slowing", 2014. Disponível em: <http://www.globalpropertyguide.com/Europe/Norway/Price-History>. Acessado em 29/06/2016
- Goldman Sachs, "The new oil order - making sense of an industry's transformation", Abril 2016
- GONCHAROVA, Oxana, "*Die Ölindustrie in Russland*", Berlim, 2013.
- Handelsbanken, "Macro Forecast Norway", Abril 2016. Disponível em: <http://research.handelsbanken.se/Macro-Research/All-Publications/publication/23975/macro-forecast-norway>. Acessado em 29/06/2016
- HERMANN, Lucas, "*Global Market Research, A guide to the oil & gas industry 2010, Deutsche Bank*", p. 291-292 - Fonte disponível em: <http://www.wallstreetoasis.com/files/DEUTSCHEBANK-AGUIDETOTHEOIL%EF%BC%86GASINDUSTRY-130125.pdf>. Acessado em 29/06/2016
- IGOREV, Vladimir, "*A Man-Made Island of Oil Treasures*", 2010. Fonte disponível em: <http://www.oilru.com/or/44/925/>. Acessado em 29/06/2016
- LEFF, Jonathan. GLOYSTEIN, Henning. ZHDANNIKOV, Dmitry "Iran's return poses new questions for oil price", Janeiro, 2016. Disponível em: <http://uk.reuters.com/article/uk-iran-nuclear-oil-idUKKCN0UV0ES>. Acessado em 29/06/2016
- Macrotrends, "Crude Oil Price History Chart", Disponível em: <http://www.macrotrends.net/1369/crude-oil-price-history-chart>. Acessado em 29/06/2016
- MARSON, James, "Rosneft Completes \$55 Billion Takeover of TNK-BP", 2013. Disponível em: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424127887324103504578374184188808640>. Acessado em 29/06/2016
- Ministry of Finance of the Russian Federation, "Reserve Fund". Disponível em: <http://old.minfin.ru/en/reservefund/mission/>. Acessado em 29/06/2016

- Norges Bank, “The Fund History”, Disponível em: <http://www.nbim.no/en/the-fund/history/>. Acessado em 29/06/2016
- Norsk Petroleum, “Government Revenues”, Disponível em: <http://www.norskpetroleum.no/en/economy/governments-revenues/>. Acessado em 29/06/2016
- Norsk Petroleum, “Norways Petroleum History”. Disponível em <http://www.norskpetroleum.no/en/framework/norways-petroleum-history/>. Acessado em 29/06/2016
- Norsk Petroleum, “Production and Export of Oil and Gas”, Disponível em: <http://www.norskpetroleum.no/en/production-and-exports/exports-of-oil-and-gas/>. Acessado em 29/06/2016
- Norsk Petroleum, “Service and Supply Industry”, Disponível em: <http://www.norskpetroleum.no/en/economy/service-and-supply-industry/>. Acessado em 29/06/2016
- Norwegian Petroleum Directorate, “Norwegian Continental Shelf”, Disponível em: <http://www.npd.no/en/Publications/Norwegian-Continental-Shelf/No2-2010/10-commanding-achievements/>. Acessado em 29/06/2016
- Norwegian Petroleum Directorate, “Production Figures March 2016”, Disponível em: <http://www.npd.no/en/news/Production-figures/2016/March-2016/>. Acessado em 29/06/2016
- Oil and Gas People. “\$380 Billion of Projects on Hold”, 2016. Disponível em: <http://www.oilandgaspeople.com/news/6820/380-billion-of-projects-on-hold/>. Acessado em 29/06/2016
- PETERSON, Trude. “Russia Loses \$600 Billion on Sanctions and Low Oil Prices”, fevereiro 2016. Disponível em: <http://www.thebarentsobserver.com/industry/2016/02/russia-loses-600-billion-sanctions-and-low-oil-prices>. Acessado em 29/06/2016
- Precise Consultants, “What does the future hold for Norway’s oil industry?”. Disponível em: <http://www.preciseconsultants.co.uk/resource/what-does-the-future-hold-for-norways-oil-industry/>. Acessado em 29/06/2016
- PRITZKOW, Sebastian: “Das völkerrechtliche Verhältnis zwischen der EU und Russland im Energie-sektor“, Beiträge zum ausländischen öffentlichen Recht und Völkerrecht 227, Berlin Heidelberg, 2007: Springer, p.16
- REED, Stanley. "Stung by Low Oil Prices, BP Will Cut 4,000 Jobs" - New York Times, Janeiro 2016. Disponível em:

- [http://www.nytimes.com/2016/01/13/business/energy-environment/bp-jobs-oil-prices.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2016/01/13/business/energy-environment/bp-jobs-oil-prices.html?_r=0). Acessado em 29/06/2016
- Statistics Norway, “External Trades in Goods, 2015, Preliminary Figures”. Disponível em: <https://www.ssb.no/en/utenriksokonomi/statistikker/muh/aarforelopige/2016-01-15>. Acessado em 29/06/2016
  - Statistics Norway, “Labour Force Survey”, Disponível em: <http://bit.ly/1UkF4kK>. Acessado em 29/06/2016
  - Stevens, Paul. "The 'Shale Gas Revolution': Developments and Changes", Agosto. 2012. Disponível em: <https://www.chathamhouse.org/publications/papers/view/185311>. Acessado em 29/06/2016
  - The Economist, "Planet Plutocrat", março de 2014. Disponível em: <http://www.economist.com/news/international/21599041-countries-where-politically-connected-businessmen-are-most-likely-prosper-planet>. Acessado em 29/06/2016
  - The World Factbook, “Country Comparison – Crude Oil – Production”. Central Intelligence Agency. 2014
  - TKACHENKO, Stanislav. “Can Russia's 'rainy day' fund save the country from an economic storm?”, fevereiro 2015. Fonte disponível em: <http://www.russia-direct.org/analysis/can-russias-rainy-day-fund-save-country-economic-storm>. Acessado em 29/06/2016
  - Trading Economic, “Government Spending to GDP”, Disponível em: <http://www.tradingeconomics.com/norway/government-spending-to-gdp>. Acessado em 29/06/2016
  - TREISMAN, Daniel: “Loans for Shares Revisited” , Cambridge 2010
  - TREOLAR, Stephen. “Norway Increases Oil Wealth Spending to Ward Off Recession”, maio 2016. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-05-11/norway-said-to-boost-oil-wealth-spending-to-ward-off-recession>. Acessado em 29/06/2016
  - US Energy Information Administration Disponível em: <http://www.eia.gov/beta/international/index.cfm?topl=exp>. Acessado em 29/06/2016

- US Energy Information Agency, “Short-term energy and summer fuels outlook”, Abril 2016
- Wabweb, “Am Beginn des Erdölzeitalters” , 2016. Disponível em: <http://www.wabweb.net/history/oel/baku.htm>. Acessado em 29/06/2016
- Wikipedia, “Doença Holandesa”, Disponível em: [https://pt.wikipedia.org/wiki/Doença\\_holandesa](https://pt.wikipedia.org/wiki/Doença_holandesa). Acessado em 29/06/2016
- Wikipedia, “Statoil Corruption Case”, Disponível em: [http://en.wikipedia.org/wiki/Statoil\\_corruption\\_case](http://en.wikipedia.org/wiki/Statoil_corruption_case). Acessado em 29/06/2016
- Wikipedia, “TNK-BP”. Disponível em: <https://en.wikipedia.org/wiki/TNK-BP>. Acessado em 29/06/2016
- World Bank, “Russia Economic Report – A Long Journey to Recovery”, abril 2016. Disponível em [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2016/04/15/090224b08429dcfe/1\\_0/Rendered/PDF/Russia0rconomi00journey0to0recovery.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2016/04/15/090224b08429dcfe/1_0/Rendered/PDF/Russia0rconomi00journey0to0recovery.pdf). Acessado em 29/06/2016
- World’s Richest Countries, “ Top Norway Exports”, Disponível em: [http://www.worldsrichestcountries.com/top\\_norway\\_exports.html](http://www.worldsrichestcountries.com/top_norway_exports.html). Acessado em 29/06/2016
- ZERVOS, Sara, “In Rare Occurrence, Oil Tanks Are Reaching Capacity As Prices Keep Falling”, Dezembro 2015. Disponível em: <http://www.forbes.com/sites/sarazervos/2015/12/22/worlds-oil-tanks-are-close-to-filling-up-as-prices-keep-dropping-whats-next/#3ec53bec67f6>. Acessado em 29/06/2016
- ZERVOS, Sara, "Saudi Arabia, Shale & Iran: Everything You Need To Know About The Oil Crisis", Janeiro 2016. Disponível em: <http://www.forbes.com/sites/sarazervos/2016/01/26/saudi-arabia-shale-iran-everything-you-need-to-know-about-the-oil-crisis/#62d9cce5794c>. Acessado em 29/06/2016