

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA POLÍTICA INTERNACIONAL

FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA:  
CAPACIDADES ESTATAIS PARA LIDAR  
COM O SISTEMA FINANCEIRO GLOBALIZADO

FERNANDO AMORIM TEIXEIRA

RIO DE JANEIRO

MARÇO 2017

FERNANDO AMORIM TEIXEIRA

FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA:  
CAPACIDADES ESTATAIS PARA LIDAR  
COM O SISTEMA FINANCEIRO GLOBALIZADO

Dissertação apresentada ao corpo docente do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia Política Internacional.

Orientador: Prof. Dr. Ernani Teixeira Torres Filho

RIO DE JANEIRO

2017

## FICHA CATALOGRÁFICA

T266      Teixeira, Fernando Amorim.  
            Fundos Soberanos de Riqueza: capacidades estatais para lidar com o Mercado  
            Financeiro Globalizado / Fernando Amorim Teixeira. – 2017.  
            109 p. ; 31 cm.

            Orientador: Ernani Teixeira Torres Filho  
            Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de  
            Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, 2017.  
            Bibliografia: f. 100-108.

            1. Fundos Soberanos de Riqueza. 2. Globalização - Finanças. 3. Gestão de Divisas.  
            I. Torres Filho, Ernani Teixeira, orient. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro.  
            Instituto de Economia. III. Título.

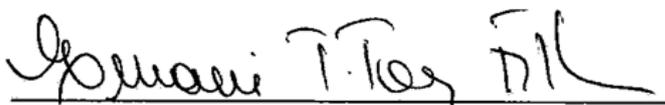
CDD 332.6

FERNANDO AMORIM TEIXEIRA

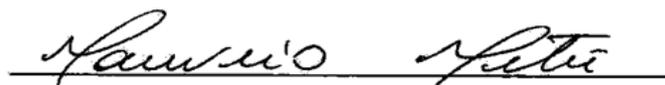
FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA:  
CAPACIDADES ESTATAIS PARA LIDAR  
COM O SISTEMA FINANCEIRO GLOBALIZADO

Dissertação apresentada ao corpo docente do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia Política Internacional.

Aprovada em 21.03.2017



PROF. DR. ERNANI TEIXEIRA TORRES FILHO (Orientador) - UFRJ



PROF. DR. MAURICIO MÉDICI METRI – UFRJ



PROF. DR. LEONARDO BURLAMAQUI – UERJ

RIO DE JANEIRO

2017

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria, primeiramente, de agradecer ao meu orientador Professor Ernani Torres pelo acompanhamento, orientação, disponibilidade para longas conversas e instigantes provocações. Sem dúvida, sua participação foi fundamental para o desenvolvimento desta pesquisa.

Aos Professores do Programa de Economia Política Internacional (PEPI) da UFRJ pelos conhecimentos adquiridos, pelas conversas e trocas, dentro e fora da sala de aula, com especial atenção aos Professores Maurício Metri e Franklin Serrano pelas contribuições e sugestões durante a elaboração da dissertação. Ao Professor Yilmaz Akyüz pelos e-mails trocados e os valiosos conselhos. Aos meus colegas do Dieese e do Ibase, onde trabalhei nos últimos dois anos, pelo apoio e pela compreensão, que me deram a tranquilidade necessária nesse período. Aos meus colegas pepinos e pepitas pela amizade, camaradagem, troca de conhecimento e experiências, sem vocês teria sido muito mais árdua esta tarefa.

Aos meus pais, Mirian e Walter pelo amor e carinho e aos meus familiares, pelo apoio constate. Aos meus amigos do Rio pelo acolhimento e andanças por essa cidade. Dizem por aí que o Rio de Janeiro abre os braços para você, mas não te abraça: definitivamente não foi o meu caso. Meus amigos de longa data de São Paulo, pela força e presença em minha vida. E, finalmente, um agradecimento especial à minha melhor amiga, companheira, psicóloga, revisora, parceira, nessa caminhada e na vida, a pessoa capaz de transformar o amargo da vida em doçura: ao meu amor, Luiza.

*O Pior dos erros ainda é afirmar que o capitalismo é um “sistema econômico” [...]ele está, adversário ou cúmplice, em igualdade (ou quase) com o Estado, personagem incômodo que é - e isso desde sempre.*

*Fernand Braudel, 1979*

Teixeira, Fernando Amorim. Fundos Soberanos de Riqueza: Capacidades Estatais para lidar com o Mercado Financeiro Globalizado. Dissertação de Mestrado em Economia Política Internacional. UFRJ, 2017.

## **RESUMO**

Diversos países do mundo decidiram criar nas últimas décadas, instrumentos diferenciados de gestão de divisas, os chamados Fundos Soberanos de Riqueza. Estes instrumentos de atuação estatal, e por dentro do mercado financeiro internacional, cresceram exponencialmente em número e tamanho recentemente e ganharam os mais diversos arranjos, que derivam da inserção diferenciada de cada nação na globalização financeira. Os Fundos são produtos da estrutura sistêmica, do papel do dólar, dos déficits e superávits das contas externas e seus objetivos dialogam com as vulnerabilidades de cada Estado, tendo burocracias próprias para geri-los de acordo com seus mandatos. Desta forma, propõe-se demonstrar que, além de meros investidores institucionais – características comumente atribuídas –, tais fundos podem ser entendidos também como meios de criar capacidades estatais específicas para lidar com o mercado num momento de aprofundamento e alargamento financeiro internacional.

**Palavras-chave:** Fundos Soberanos de Riqueza; Globalização Financeira; Hierarquia de Moedas; Gestão de Divisas; Capacidades Estatais.

Teixeira, Fernando Amorim. Sovereign Wealth Funds: States Capacities to Deal with Global Financial Market. MsC Dissertation, in International Political Economy. UFRJ, 2017.

## **ABSTRACT**

Several countries around the world decided, in the last decades, to create particular instruments of foreign currency management, the so called Sovereign Wealth Funds (SWF). Those state's instruments, acting and performing within international financial market, grew exponentially in number and size recently, having different arrangements according to the particular position of its sponsor in the financial globalization. The Funds are products of the systemic structure, of the role of dollar, of their imbalances in their current accounts and their goals dialogue with the vulnerabilities. They are managed by special bureaucracies in accordance with their mandates. Thus, the propose is to demonstrate that, besides theirs role as institutional investors, SWF can be understood as a specific state capacity to deal with the market at a moment of deepening and enlargement of international finance.

**Palavras-chave:** Sovereign Wealth Funds; Finance Globalization; Currency Hierarchy; Currency Management; States Capacities.

## LISTA DE MAPAS

MAPA 1: Distribuição dos Fundos Soberanos pelo Mundo, 2016 .....	50
--	----

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Evolução das Reservas Internacionais, 2003-2016 .....	41
GRÁFICO 2: Evolução dos Preços Internacionais de Petróleo e Gás, 1960-2015 .....	44
GRÁFICO 3: Criação de Fundos Soberanos de Riqueza, por Período Histórico .....	57
GRÁFICO 4: Distribuição dos Fundos Soberanos, por Origem dos Recursos, 2016 .....	58
GRÁFICO 5: Criação de Fundos Soberanos Vis à Vis a Evolução dos Preços Internacionais do Petróleo, 1960-2016 .....	60
GRÁFICO 6: Evolução dos Ativos dos Fundos Soberanos, 2007-2016 .....	62
GRÁFICO 7: Evolução do Preço Internacional do Cobre, 1960-2015 .....	77
GRÁFICO 8: Volatilidade Mensal da Taxa de Câmbio Real do Peso Chileno, 1994-2016 ...	78
GRÁFICO 9: Evolução das Contribuições Acumuladas ao Pension Reserve Fund (PRF), 2006-2016 .....	81
GRÁFICO 10: Composição do Portfólio do Pension Reserve Fund (PRF), 2016 .....	81
GRÁFICO 11: Composição do Portfólio do Economic and Social Stabilization Fund (ESSF), 2016 .....	83
GRÁFICO 12: Volatilidade Mensal da Taxa de Câmbio Real do Dollar de Cingapura, 1994-2016 .....	84
GRÁFICO 13: Distribuição Geográfica dos Investimentos do Temasek, 2016 .....	86
GRÁFICO 14: Evolução dos Ativos do Temasek, 2007-2016 .....	87
GRÁFICO 15: Composição do Portfólio do Government of Singapore Investment Corporation (GIC), 2016 .....	89
GRÁFICO 16: Distribuição Geográfica dos Investimentos do Government of Singapore Investment Corporation (GIC), 2016 .....	90
GRÁFICO 17: Evolução dos Preços Internacionais do Petróleo e Gás, 1990-2015 .....	92
GRÁFICO 18: Volatilidade Mensal da Taxa de Câmbio Real da Coroa Norueguesa, 1994-2016 .....	93
GRÁFICO 19: Distribuição Geográfica dos Investimentos do Government Pension Fund – Global (GPF-G), 2016 .....	95

GRÁFICO 20: Composição do Portfólio do Government Pension Fund – Global (GPF-G), 2016.....	95
--	----

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1: Funções, Uso Público e Privado das Moedas, 2003-2016 .....	12
TABELA 2: Quadro Analítico das Capacidades Estatais de um Fundo Soberano de Riqueza .	26
TABELA 3: Objetivos Possíveis dos Fundos Soberanos de Riqueza .....	55
TABELA 4: Fundos Soberanos Não-Commodities Criados desde 1995, por País, Total de Ativos e Ano de Criação (2016) .....	61
TABELA 5: Evolução dos Ativos de Fundos Soberanos, Hedge Funds, Reservas Internacionais e Fundos Pensão, 2006/2015.....	63
TABELA 6: Quadro Analítico Básico da Dimensão de cada Fundo para o País .....	76
TABELA 7: Relação entre o PIB, as Reservas Internacionais e os Fundos Soberanos do Chile, 2015.....	79
TABELA 8: Contribuições Anuais e Saques Realizados junto ao Economic and Social Stabilization Fund (ESSF) .....	82
TABELA 9: Relação entre o PIB, as Reservas Internacionais e os Fundos Soberanos de Cingapura, 2015 .....	85
TABELA 10: Relação entre o PIB, as Reservas Internacionais e o Fundo Soberano da Noruega, 2015.....	93
TABELA 11: Objetivos Encontrados nos Cinco Fundos Soberanos de Riqueza Analisados .	99
TABELA 12: As Capacidades e Burocracias dos Fundos de Chile, Cingapura e Noruega, Analisadas Caso a Caso .....	100

## SUMÁRIO

<b>Introdução .....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo 1. Hierarquia de Moedas, Capacidades Estatais e Mecanismos de Gestão de Divisas .....</b>	<b>6</b>
1.1 Poder, Moeda e Hierarquia .....	8
1.1.1 O Território, o Estado e o Mercado: Como Entender o Período Recente a Partir da Atualização dos Conceitos .....	10
1.2. A Hierarquia de Moedas no Sistema Monetário Contemporâneo .....	11
1.2.1. As Determinantes Políticas de uma Moeda Internacional .....	16
1.3 Desequilíbrios Externos, Fluxos, Estoques e o Problema da Transferência .....	18
1.4 Capacidades Estatais: Os Estados Nacionais e suas Burocracias na Globalização .....	21
<b>Capítulo 2. O Sistema Monetário e Financeiro Internacional e o Papel do Dólar: Déficits, Superávits, Petróleo e Divisas .....</b>	<b>28</b>
2.1 Globalização Financeira, Padrão Dólar-Flexível, Déficit Americano e Superávits Mundo Afora .....	29
2.1.1 O Papel do Mercado e as Economias Nacionais .....	34
2.1.2 O Gerenciamento de Divisas Diante das Assimetrias e Complexidades .....	40
2.2 O Petróleo e sua Importância Sistêmica .....	42
2.2.1 O Mercado Petrolífero: Precificação e Ordenamento .....	44
<b>Capítulo 3. Capacidades Estatais na Globalização: A Expansão dos Fundos Soberanos Geograficamente e a Necessidade de Interação com os Mercados .....</b>	<b>48</b>
3.1 Definição de Fundos Soberanos de Riqueza .....	51
3.2 Breve Cronologia e Panorama Geral .....	56
3.2.1 As Diferentes Visões no Debate Sobre Fundos Soberanos de Riqueza nos Últimos Anos .....	64

3.3 Legitimidade e Governança: O Enquadramento e a Eficiência dos Fundos Soberanos de Riqueza .....	66
3.4 Análise de Casos: os Fundos Soberanos Criados por Chile, Cingapura e Noruega .....	74
3.4.1 O Caso Chileno .....	76
3.4.2 O Caso de Cingapura .....	83
3.4.3 O Caso da Noruega.....	91
<b>Considerações Finais.....</b>	<b>97</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>102</b>

## **Introdução**

Os Fundos Soberanos de Riqueza (FSR) se destacaram como objeto de análise de cientistas políticos, economistas e outros interessados no tema das relações internacionais no fim dos anos 2000, especificamente nos anos que circundaram a crise de 2007/2008. A maioria das análises, é verdade, carregavam consigo um viés de preocupação – se assim se pode dizer. Diante do tamanho e dos movimentos tidos como “menos convencionais” por parte de alguns fundos, pairava no ar certa desconfiança quanto aos objetivos de alguns países por detrás desses mecanismos de investimentos. Na prática, a desconfiança se colocava sobre fundos “não-ocidentais” (chineses, russos, etc.) e, sendo o mercado financeiro culturalmente ocidentalizado, houve rápida reação para que se criassem princípios e regras de boa conduta o que, aparentemente, foi suficiente para acalmar os mais desconfiados. O interesse no tema parecia ter se esgotado, desde então.

No entanto, acredita-se que a discussão não apenas não se esgotou como também há importantes questões a serem acrescentadas, a depender da abordagem que se queira dar. Segundo a visão que se buscará expor nas linhas seguintes, há um simples fato pouco abordado na literatura do tema que pode trazer questões intrigantes: os fundos continuaram a se proliferar desde a crise financeira internacional e vêm crescendo mais do que outros instrumentos de gestão de ativos no âmbito global nos últimos anos. Ainda que no momento anterior, as expectativas dos analistas e acadêmicos em geral sobre o desenvolvimento dos fundos nos anos posteriores (alguns falavam que superariam os US\$ 12 trilhões em ativos, em 2015) não tenham necessariamente se concretizado, pouco se explorou sobre as questões mais qualitativas como se pretende nesta pesquisa: de que os FSR podem ser um tipo específico de capacidade estatal para lidar com o mercado financeiro global.

É com o intuito de melhor compreender as razões, os objetivos e o papel desempenhado como instrumentos de interação Estado-mercado, recentemente, que essa dissertação está dividida em três partes principais, além desta introdução e da conclusão.

Importante lembrar que, devido as suas conformações próprias e ambiente de atuação, estes instrumentos estão inerentemente circunscritos a um espaço de intersecção do sistema financeiro, da macroeconomia, das relações internacionais, da geopolítica, enfim, áreas que compõe a própria Economia Política Internacional (EPI)<sup>1</sup>. Isto porque, os Fundos Soberanos de Riqueza são oriundos tanto da estrutura do sistema monetário e financeiro internacional (o poder da moeda) quanto das conjunturas - especialmente aquelas relacionadas a preços de commodity e principalmente ao preço do Petróleo e Gás - e buscam gerir as divisas com propósitos e de forma diferenciada do que fazem os bancos centrais com as reservas internacionais.

Para trabalharmos a hipótese de que os Fundos são capacidades estatais peculiares há de se ter em mente as pré-condições sistêmicas e o ambiente onde os fundos atuam, no sentido de conhecer os propósitos da decisão de criá-los, por parte de cada Estado. Concomitantemente, há de se analisar como cada país criou e desenvolveu um arcabouço institucional e uma burocracia própria para gerenciar seu (s) fundo (s), o que permitirá entender, inclusive, os motivos de muitos Estados deterem mais de um fundo com essas características.

Dito isso, o capítulo 1 – mais teórico – está dividido em quatro partes principais. Uma discussão sobre Poder, Moeda e Hierarquia e como tratar desses conceitos a partir das mudanças ocorridas nas últimas décadas. Os FSR são criaturas desse momento histórico e a hierarquia entre as moedas assim como a relação entre elas, tendo o dólar com papel central, as demais moedas periféricas acabam relegadas a ativos especulativos, podendo ser pré-condições para a geração de divisas. Essa característica sistêmica se relaciona com os desequilíbrios externos enfrentados por muitos países emergentes durante boa parte dos anos oitenta e noventa, mas, com as mudanças ocorridas durante os anos 2000, viu-se a possibilidade de uma nova forma de

---

<sup>1</sup> A Economia Política Internacional (EPI) se consolidou como campo de estudo nos anos sessenta do Século XX, com o intuito de pensar a relação entre a política e a economia para além das questões internas de cada país, relacionando as abordagens da ciência econômica e da ciência política no âmbito das relações internacionais. Até então, cada campo estudava, a sua maneira, os interesses conflitantes entre os países, sem que houvesse um “espaço” de diálogo direto entre si. Importante salientar que a EPI não surgiu das ideias, mas dos fatos históricos, existindo, segundo Cohen (2008), duas escolas, a americana e a britânica. A escola americana partia do individualismo metodológico, assumindo a racionalidade dos indivíduos, colocando a EPI como um campo estreito, com ênfase no Estado e concentrado no estudo da hegemonia americana. Já a escola britânica seria mais inclusiva no escopo, inserindo outros atores não governamentais no debate, a partir de um “relativismo histórico”, alterando inclusive a definição de hegemonia.

gerir as divisas e os superávits. Denominamos essa escolha de “problema das transferências às avessas”, traçando um paralelo com o problema enfrentado pela Alemanha para pagar suas reparações de guerra e auferir dólares (a partir da leitura *keynesiana* do processo). A última parte deste capítulo busca desenvolver um referencial teórico das capacidades estatais e de como os Estados que criaram Fundos Soberanos os utilizam e desenvolvem suas burocracias para a gestão do excedente de moeda estrangeira.

O capítulo 2, de caráter mais histórico, buscará explicitar o funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional, do papel do dólar, dos déficits americanos, do petróleo, e outros elementos sistêmicos pertinentes. Dentro desta leitura, será central compreender o papel dos mercados como elemento de ajuste e a situação das economias nacionais diante das assimetrias e vulnerabilidades. Ao fim do capítulo, aprofundaremos a atenção ao tema do Petróleo, apontando questões relativas à sua precificação, além de sua importância aos fundos soberanos – dado que grande parte dos fundos têm relação direta com essa mercadoria e com suas características. O intuito deste capítulo é delinear como Estados e mercados se inserem no espectro financeiro internacional, permitindo conhecer as pré-condições do nascimento dos Fundos Soberanos assim como o espaço onde atuam e suas características principais.

No capítulo 3, trataremos especificamente dos Fundos Soberanos de Riqueza, a partir dos quais trabalharemos suas distintas definições e faremos um resgate histórico, trazendo um panorama geral baseado nos debates recentes acerca desses instrumentos. Na sequência, iremos discutir a legitimidade e a governança, incluindo uma discussão sobre enquadramento e eficiência dos fundos. A última parte do capítulo traz a análise de três casos de países que decidiram criar Fundos Soberanos e os motivos perceptíveis dessas criações. Os casos de Chile, Cingapura e Noruega foram escolhidos por se tratarem de países com inserções diferenciadas globalmente, terem fundos atrelados a diferentes fontes de recursos e com tamanhos, objetivos e formato particulares.

Outros casos poderiam ter sido escolhidos, mas levando-se em consideração a viabilidade dentro de uma dissertação de mestrado, assim como os dados disponíveis de cada país, optou-se por restringir a análise nos casos supracitados. Ainda que exista um instituto internacional que detém dados de boa parte dos fundos existentes (o *Sovereign Wealth Funds Intitute*), os dados mais detalhados não estão abertos à comunidade acadêmica e o custo para acessá-los são impeditivos. Ainda assim, acredita-se que com os dados encontrados nos sítios

de cada fundo pesquisado, poderemos captar sinais de como cada país desenvolveu essa capacidade à sua maneira, delineando semelhanças e diferenças.

De antemão, é salutar alertar que, tendo esse trabalho um certo caráter exploratório, a título de conclusão, não parece possível haver uma moldura conceitual robusta. Os elementos que foram levantados para o quadro analítico dos casos são importantes, mas não suficientes. Portanto, a partir dos casos, se buscará mostrar como não é possível generalizar e assim deixar evidente a necessidade de se criar uma moldura conceitual mais robusta para futuras pesquisas.

Para além de tais alertas, cabe neste espaço inicial uma breve explicação sobre a metodologia e as fontes a serem utilizadas no trabalho. Compartilhamos da visão de que fatores geopolíticos e geoeconômicos são essenciais para o melhor entendimento do processo e serão apontados sempre que for pertinente e houver capacidade de monitorá-los. Sabemos que escolhas não são aleatórias e carregam consigo alto grau de arbitrariedade, o que nos obriga a ter atenção contínua para não reproduzir qualquer conteúdo sem as devidas relativizações e ponderações.

Esse cuidado deve ser ainda redobrado quando questões econômicas estão envolvidas e carregam consigo seus dogmas, crenças e determinismos históricos<sup>2</sup>. É a partir dessa concepção que pretende-se lançar um olhar sobre a literatura disponível de organismos internacionais (que abrangem boa parte das reflexões acerca de fundos soberanos) como o *Bank of International Settlements* (BIS), o Fundo Monetário Internacional (FMI), o Banco Mundial (BM), a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e outros organismos desta natureza, além de materiais de instituições financeiras privadas, Fóruns e Institutos dos próprios fundos (SWFI, IFSWF, etc.), pesquisas acadêmicas e bases de dados variadas.

Concomitantemente, é fundamental que se estabeleçam quadros analíticos capazes de separar formas de financiamento, objetivos, burocracias e capacidades relacionais. Para os casos analisados no capítulo 3, buscaremos abordar brevemente dados conjunturais de cada país, suas relações com as divisas, impacto cambial, importância do fator gerador do excedente para a economia nacional (Cobre e Petróleo, por exemplo), dentre outros elementos que se considere pertinente, ou seja, elementos contribuam para a compreensão da dimensão e importância de cada fundo para cada Estado. A composição e direção dos ativos de seus

---

<sup>2</sup> História, neste sentido, é sempre "história problema", relacionada a pergunta feita, não sendo, portanto, uma sequência de fatos encadeados. Dessa perspectiva, deve-se buscar uma solução de compromisso entre o relativismo absoluto e o historicismo.

portfólios, mudanças no período mais recente, estrutura, regramentos e governança também são parte do arcabouço analítico e farão parte desta pesquisa.

## Capítulo 1 – Hierarquia de Moedas, Capacidades Estatais e Mecanismos de Gestão de Divisas

No intuito de elaborar um arcabouço teórico que consiga captar o papel dos Fundos Soberanos de Riqueza dentro da hipótese levantada nesse trabalho, se buscará desenvolver alguns conceitos, a partir das relações entre as moedas, seus impactos nos fluxos e as burocracias estatais criadas para lidar com a gestão dos excedentes em moeda estrangeira. Para tanto, entende-se que a mudança gravitacional do capitalismo a partir dos anos noventa foi caracterizada por uma mudança em seu cerne. Desde então não mais o mercado bancário, mas os mercados de capitais através das bolsas de valores e dos mercados de câmbio a futuro seriam o espaço onde os fluxos de capitais ajustariam as economias nacionais.

Por certo tempo, prevaleceu a crença no *mainstream*<sup>3</sup> econômico de que os ajustes diferenciados (por conta dos estrangulamentos capitaneados por capitais privados), haviam de fato trazido certo equilíbrio e que os mercados, por si só, poderiam se autorregular. No entanto, como verificado nas crises asiáticas do fim dos anos noventa e, principalmente, na grande crise financeira de 2008, não foi isso que ocorreu. Os Estados, nos dois casos, subitamente encontraram-se expostos aos mercados financeiros e vulneráveis externamente. Destas colocações, é possível constatar que a ordem internacional tem acordos instáveis e ainda que as hierarquias sigam mais ou menos as mesmas, as mudanças nas conformações do mercado financeiro instituíram uma instabilidade inerente e recorrente.

O descompasso de poder verificado no fim dos anos noventa quando do ataque especulativo à libra esterlina em 1992 e contra Tailândia, Indonésia, Coreia do Sul, Rússia, dentro outros, demonstrou que os Estados estavam dentro de um jogo especulativo muito mais complexo, capaz de constrianger e levar a uma quebra nas economias locais. Não bastava adotar políticas fiscais e monetárias austeras ou apresentar resultados positivos

---

<sup>3</sup> Conceito que expressa uma tendência (ou moda principal) dominante, no caso, economistas de visão neoclássica.

economicamente, ficava evidente ao mundo, já naquele momento, que os ajustes impostos pelos fluxos internacionais não seriam os “corretivos” necessários à governos “irresponsáveis”, senão parte de algo muito maior para o qual ninguém estava de fato preparado para enfrentar.

Neste contexto, ensejou-se uma série de mudanças na forma de administrar as contas externas para países tanto emergentes quanto desenvolvidos, sendo o acúmulo de moedas estrangeiras e a gestão diferenciada dessas divisas, peças importantes da nova realidade. Diante disso, buscou-se através de uma macroeconomia da gestão diferenciada, mecanismos com características comuns entre os diversos países, guardando, porém, relação com a trajetória e as vulnerabilidades de cada Estado em si. Esses aparatos singulares se desenvolveram velozmente desde meados dos anos noventa e algumas de suas características precisam ser melhor elucidadas para compreendê-las como capacidades estatais tal qual se busca.

Portanto, neste capítulo, propomos desenvolver um colchão teórico, inter-relacionando as assimetrias monetárias e financeiras internacionais com a capacidade do Estado de lidar com elas. Se partirá assim de uma conceituação sobre poder, moeda e hierarquias, num resgate histórico acerca da moeda estatal, do território, do Estado e do mercado, passando para as funções da moeda nos dias de hoje na esfera internacional e seus diferentes usos público e privado. As relações de poder oriundas dessas características (em outras palavras, a hierarquia existente entre as moedas) impõem ao jogo das trocas - ou dos fluxos - uma nova dinâmica global, com impactos diferenciados em cada país e que guardam relação com as determinantes políticas, e não apenas econômicas, o que, conseqüentemente, impõe uma resposta institucional dos Estados. As conceituações sobre as noções territoriais também são importantes pois a literatura sobre capacidades estatais normalmente trabalha a atuação interna da burocracia estatal, diferentemente dos Fundos, que atuam majoritariamente externamente, ainda que os objetivos estejam ligados a questões domésticas.

Na tentativa de aprofundar um pouco o dilema dos Estados em gerir divisas externamente, se explorará o que chamamos de “problema das transferências” às avessas<sup>4</sup>. Em termos práticos a ideia é que alguns Estados, ainda que por razões defensivas, decidiram criar fundos próprios com desenhos específicos e objetivos diferenciados que atuam internacionalmente, de forma muito similar aos fundos privados. Um olhar mais completo e focado nos casos em si, será desenvolvido no Capítulo 3 e como alguns países podem ter

---

<sup>4</sup> Que se configuraria não em haver dificuldades em ter acesso a divisas para arcar com suas obrigações, bancar importações ou outros compromissos, mas sim de uma necessidade de mantê-las fora do país, evitando que uma inundação de moeda estrangeira se materialize em desbalanços macroeconômicos domésticos.

aproveitado de seus fundos para criar uma certa *expertise* dentro do aparato estatal para lidar com o mercado financeiro internacional.

Posteriormente, se fará uma revisão teórica sobre Capacidades Estatais e as burocracias e governanças desenvolvidas para lidar com o problema do desenvolvimento na globalização financeira. Neste ponto, buscaremos evidenciar as razões pelas quais se entende que há uma agenda em aberto sobre essas capacidades e a forma de lidar com o capitalismo financeiro atual, incluindo de forma mais direta a esfera financeira dentro do Estado. Em outras palavras, entende-se que o olhar convencional está direcionado mais para o lado produtivo da economia, sem atentar para o lado monetário e financeiro no que tange as capacidades do Estado. Como parte da proposta, um quadro analítico básico para avaliar os Fundos Soberanos, critérios, variáveis e resultados será proposto neste tópico.

## **1.1. Poder, Moeda e Hierarquia**

A relação indissociável entre poder e moeda vem sendo discutida há mais de um século na literatura econômica e política. O território como expoente de um poder da moeda domesticamente passa, historicamente, pela imposição de regras de organização social na busca por garantir o domínio sobre os diferentes grupos que compõe uma unidade territorial. Como elemento fundamental deste regramento, os tributos foram se desenvolvendo paulatinamente para sustentar o poder de um soberano e expandi-lo através das guerras e conquistas. Essa necessidade de tributação foi crescendo exponencialmente por conta da própria necessidade de defesa e expansão territorial, seguindo a lógica de Elias (1993:134) de que “quem não sobe, cai”. Essa expansão constante garantiria a sobrevivência destas, mesmo quando não houvesse ameaça declarada<sup>5</sup>.

Pouco a pouco, os soberanos foram percebendo que havia uma forma mais eficaz de tributação do que a apropriação direta de produtos e mercadorias: criar uma unidade de conta “oficial” que servisse como meio de pagamento privado e liquidação dos débitos públicos<sup>6</sup>. A

---

<sup>5</sup> É dentro desta lógica que Elias sentenciou a célebre frase que “quem não sobe, cai”, pois, as outras potências estarão sempre aumentando seu poder relativo.

<sup>6</sup> Diversos autores discutiram sobre o tema, com destaque a William Petty que escreveu o “Tratado sobre impostos e contribuições” (1662) e “Aritmética do Poder” (1690) onde explicita um sistema competitivo em termos de poder e riqueza para muito além da questão territorial e populacional – dando importância central ao papel do Estado e das guerras no funcionamento das sociedades. Parte da definição dos principais “encargos públicos” e propõe uma estratégia econômica de multiplicação dos recursos públicos para o cumprimento dessas funções – “defesa” por terra e mar e busca por uma paz interna e externa através da necessidade da conservação

criação da moeda estatal, determinada por lei, sob a jurisdição do soberano, pode ser considerada assim a inovação que permitiu às unidades políticas dos séculos XI e XII em diante, os meios de financiamento de suas atividades de guerra, tendo a Europa ocidental como berço da transformação (FIORI, 2014:22).

Considerado por muitos como o criador da Teoria Estatal da Moeda, Knapp (1924) utiliza-se de elementos da ciência política e da geografia para construir uma teoria sobre a moeda criada pelo poder político soberano dentro de determinado território. Segundo esta visão, alterar a unidade de conta de tempos em tempos, estaria sob a alçada desta autoridade soberana que, inclusive, teria o poder absoluto de determinar a taxa de conversibilidade entre as diferentes unidades<sup>7</sup>.

Desse arranjo eminentemente político, nasce o conceito de Moeda Cartal, que teria como característica fundamental sua validade advinda eminentemente de leis e estatutos (independente do conteúdo ou material de que está moeda é feita) e da capacidade do soberano de definir seu valor, assim como as formas e sinais estabelecidos por lei. Ao longo de sua teoria, Knapp (1924) chegou a criar uma espécie de tipologia para definir os diferentes tipos de moeda que circulavam em um determinado território: aquelas de criação do soberano – os pagamentos cênicos –, relacionadas à autoridade política; ou as moedas privadas – também chamadas de paracênicas –, relacionadas aos agentes privados. O mais importante, no entanto, é o caráter político da moeda uma vez que, a declaração de qual moeda seria a ‘*valuta*’, o soberano definiria a moeda de referência e a unidade de conta pública e privada (METRI, 2007).

A moeda bancária, como promessa de pagamento, também circularia dentro da lógica política, sendo que a possibilidade de ser convertida na moeda do soberano lhe daria acesso à comunidade de pagamentos e a possibilidade de emitir dívidas próprias (participar do sistema monetário) – além do privilégio de participar do sistema de compensação público e privado do espaço político. Com relação à circulação, há uma clara diferença entre o espaço interno e externo, estando o primeiro na órbita de controle de determinado soberano e o segundo, onde haveria um segundo poder soberano. Neste espaço externo, a moeda teria seu valor dado como uma mercadoria qualquer, sujeita a pressões do mercado e de especulações. O soberano, nesse caso, precisaria demonstrar força/poder suficiente para influenciar o valor de sua moeda no

---

de seu território. Porém, para aumentar a tributação é necessário que se aumente a produtividade e o “excedente econômico nacional”

<sup>7</sup> Knapp chamou de “validade de proclamação”, que revelaria o caráter nominal e não real das unidades de conta. Ver mais em Metri (2007).

mercado de câmbio. No que se concerne a uma moeda de referência internacional, sugere-se que esta derivaria de sua capacidade de imposição nos mercados internacionais como moeda de denominação e liquidação das operações entre os agentes, partindo, portanto, de um fator geopolítico, fosse diplomático ou militar, e não da mera ação dos mercados.

### **1.1.1 O Território, o Estado e o Mercado: Como Entender o Período Recente a Partir da Atualização dos Conceitos**

Em uma leitura multidisciplinar e mais abrangente, a Geografia, como saber fundamental e a Economia, como conhecimento estratégico, servem para identificar as hierarquias e os pontos estratégicos, aproveitando as oportunidades de inserção e reduzindo as dificuldades. A noção de território e as políticas adotadas pelo Estado a partir destes conceitos marcam o que Gottman (1973) entende como funções territoriais básicas: ser provedor de segurança e oportunidade. A segurança estaria relacionada com as origens políticas do sistema interestatal e a oportunidade, com a formação do incipiente mercado mundial. Arroyo (2004) segue na mesma linha e introduz um elemento a mais para a construção do conceito, alegando que,

[...] a extensão geográfica de sua jurisdição e sua posição associam-se a aspectos importantes das relações exteriores, como proximidade, contigüidade, distância e acessibilidade. Essa concepção do exercício da soberania territorial começa a se espalhar gradual e lentamente, através dos continentes, como o modelo dominante de organização política (ARROYO, 2004, p.50).

A definição de território utilizada por Gottmann (2012), no entanto, vai além da supracitada, podendo contribuir para o propósito de entender o mosaico monetário moderno e a própria relação de poder entre as moedas no capitalismo contemporâneo. A noção de território para o autor, seria também um conceito político geográfico, sendo os próprios indivíduos os sujeitos capazes de defini-lo, de acordo com seus objetivos. Existiriam assim mais dois elementos constitutivos do Estado – o povo e a organização governamental –, sendo difícil compreender a noção de soberania, sem a existência de um território físico<sup>8</sup>. Respeitando a característica mutante da conceituação de território (inerentemente ligada ao tempo histórico),

---

<sup>8</sup> Segundo o autor, foi somente após o século XIV que houve um reconhecimento da soberania sobre um território nacional como convenção essencial, definidora de um poder político - ou seja, uma relação íntima entre soberania e território.

ressalva-se que, nos últimos anos, a evolução do conceito de território nacional vem diminuindo, relativamente, o papel da segurança e da soberania e dando espaço a questões de cunho mais econômico (GOTTMANN, 2012:543).

A importância dada ao tempo histórico e o propósito de melhor conceituar o território, parte da própria necessidade de se historicizar os conceitos geográficos, como ferramenta para entender a realidade. O conceito regente no século XIX, por exemplo, com a ideia de espaço absoluto, de localização, fazia sentido para a época de interações sociais muito mais tênues. Quando, no entanto, os fluxos muito mais intensos se tornaram a marca do Século XX, a visão do espaço como fixo, imutável, não dinâmico, foi colocada em cheque (SANTOS, 2008).

## **1.2. A Hierarquia de Moedas no Sistema Monetário Contemporâneo**

Diversos autores contemporâneos vêm discorrendo sobre as relações geográficas das moedas no âmbito global, tendo como base comum o pressuposto de que o Sistema Monetário Internacional é ordenado e hierarquizado e tem três eixos básicos: o regime cambial, o grau de mobilidade de capitais e a forma da moeda internacional (PRATES, 2002:71). Em outros termos, acredita-se que exista uma relação constitutiva entre poder e moeda e a ordem vigente se relaciona, indissociavelmente, com a vitória dos EUA na Segunda Guerra Mundial e sua saída como credores do mundo. Desde então, uma série de estratégias de política externa americana fortaleceram o papel do dólar até a consolidação do padrão dólar-flexível nos anos 1980.

O uso internacional das moedas está atrelado à um conjunto de regras e, sua utilização no âmbito público e privado, pode apresentar características diferenciadas quanto à demanda por uma determinada moeda. É importante deixar claro que não se trata de negar o caráter estatal da moeda, no sentido de dar ao Estado soberano, criador desta unidade de conta, meios de financiamento e nem de aceitar o conceito vazio de moeda “desnacionalizada” da escola austríaca<sup>9</sup>. Trata-se, sim, de incluir elementos da estrutura do capitalismo contemporâneo, do poder determinativo do discurso, como moldador da maneira que enxergamos o mundo e como se garante legitimidade a determinadas formas de domínio e autoridade - estendendo-as sobre as relações monetárias.

---

<sup>9</sup> A qual tem seu principal expoente, Friedrich Hayek.

As funções da moeda como meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor variam no âmbito público e privado e são essencialmente distintas quanto a seus usos no cenário internacional (Tabela 1). No âmbito privado, cumprem o papel de meio de pagamento/moeda veicular, moeda de denominação e moeda de investimento e financiamento. Já no âmbito público, podem ser moeda de intervenção, moeda de referência (âncora) e moeda reserva.

**Tabela 1 – Funções, Uso Público e Privado das Moedas**

<b>Função</b>	<b>Uso privado</b>	<b>Uso público</b>
<b>Meio de pagamento</b>	Meio de pagamento/Moeda Veicular	Moeda de intervenção
<b>Unidade de conta</b>	Moeda de denominação	Moeda de referência (âncora)
<b>Reserva de valor</b>	Moeda de investimento e financiamento	Moeda de Reserva

Fonte: De Conti, Prates e Plihon (2013:23)

Como exemplo da hierarquia entre as moedas nas transações internacionais temos que, no âmbito privado, considerando-se a função meio de pagamento (sejam estes financeiros ou de mercadorias), a moeda utilizada será invariavelmente aquela pertencente ao país mais forte. Cabe destacar que, mesmo ao considerarmos uma transação entre dois países periféricos, a operação será geralmente realizada utilizando-se uma moeda que desempenhe suas funções em âmbito internacional – sendo esta, muitas vezes, o dólar (DE CONTI, PRATES E PLIHON, 2013:68). Já no caso dos investimentos e financiamentos, devido ao tempo de maturação, existe sempre a preocupação em se garantir o valor intertemporal dos ativos, o que impõe constrangimentos a países de moedas menos conversíveis ou mais voláteis, por exemplo.

Nos usos públicos, os diversos bancos centrais também acabam necessitando de moedas fortes como meio de pagamento, essencialmente para intervenção nos mercados de câmbio. O poder de fogo para intervir na oferta e demanda de divisas e assim influenciar os movimentos das taxas de câmbio depende, portanto, da capacidade da autoridade monetária de ter acesso a divisas e de geri-las. Outro elemento recorrente é que alguns países periféricos, por terem moedas tão frágeis e voláteis, chegam a criar âncoras cambiais, ou seja, vinculam sua moeda a uma outra, tamanha a relação de poder entre as moedas internacionalmente.

A função reserva de valor, por sua vez, se relaciona com os exemplos supracitados e ganha ainda mais importância num contexto de exacerbação da esfera financeira. Pela

ocorrência do chamado “custo de oportunidade<sup>10</sup>”, tal função retroalimenta um movimento no sentido das moedas que estão se valorizando e gera, conseqüentemente, uma realocação de portfólios que reforça a própria hierarquia (DE CONTI, PRATES E PLIHON, 2013:30).

Os mercados financeiros livres e desregulados fazem com que países de moedas inconversíveis tenham mais riscos de valorização e desvalorização de suas moedas, a depender da conjuntura internacional, sendo forçados a esterilizar os efeitos monetários da expansão das reservas via taxas de juros<sup>11</sup>. O Sistema Monetário Internacional contemporâneo pode ser considerado, assim, um sistema onde a função reserva de valor (da moeda) é central e no qual os países buscam acumular tantas reservas internacionais em moeda forte que permitam um poder de barganha internacional maior (CINTRA E MARTINS, 2013:213).

Alguns conceitos também podem ser úteis para dar a dimensão das relações entre poder e moeda, como o de “senhoriagem”, por exemplo, a partir do qual uma autoridade monetária nacional pode permitir a um governo “viver por esse meio quando não pode viver por nenhum outro” (KEYNES, 1924), sendo capaz de gerar “recursos” em crises ou no caso de uma ameaça à segurança nacional. Neste sentido, mesmo autores com visões monetárias mais ortodoxas como Eichengreen (2000), enxergam que, em alguns casos, o dinheiro pode ser impresso para pagar soldados e financiar outros custos de guerra, sem ter que esperar previamente impostos ou empréstimos.

Cohen (1998), por sua vez, aborda o tema de uma geografia monetária como um regime de representação socialmente construído, a partir de uma noção de “espaços de fluxos”, no lugar de “espaços de lugares”, combinando a influência da territorialidade imposta pelo Estado com aquela das redes transacionais gerada pelos mercados<sup>12</sup>. Os domínios monetários seriam assim, “espaços sociais” definidos não pelas fronteiras políticas, mas pela extensão do uso (e da autoridade) efetivo de cada moeda – noção de “espaços de fluxos”. O autor cria, inclusive, uma tipologia para definir as noções de domínios monetários entre: domínio territorial, domínio transnacional e domínio autoritário (combina transações e territorialidade). Esta última, no

---

<sup>10</sup> O conceito de custo de oportunidade se relaciona com a decisão de investimento em detrimento de investimentos alternativos, ou seja, está a renúncia que um agente faz ao tomar uma decisão.

<sup>11</sup> A esterilização dos efeitos monetários do balanço de pagamentos, se relaciona com a ação dos bancos centrais em busca de neutralizar o impacto de superávits externos via títulos públicos, minimizando os efeitos inflacionários da entrada de divisas.

<sup>12</sup> A existência de espaços desvinculados de alguma rigidez, sem fronteiras políticas fixas, mas ainda assim estruturados hierarquicamente de acordo com outros fatores, já foi tratado por Boyer-Xambeau (1994) com o conceito de uma “hierarquia de áreas, cada uma delas possuindo uma unidade orgânica própria” (1994:10) – onde diferenciar as noções físicas e funcionais do espaço, se faz necessário.

caso, seria fundamental por se tratar de um modelo baseado no fluxo, abrangendo tanto vínculos hierárquicos entre as moedas, como suas redes individuais de uso. De alguma forma, essa visão é compartilhada por Helleiner (1997), quando trata do desmoronamento da territorialidade na esfera monetária, pois considera que nem mesmo o governo mais autoritário é capaz de assegurar que apenas sua moeda está sendo usada em seu território nos dias de hoje. Segundo o autor, a importância simbólica da moeda, emitida pela autoridade central, sempre teve um caráter fundamental e atuava como lembrete diário da identidade com o Estado, tendo assim função fundamental ao longo da história.

Cohen (1998) também analisa a subordinação ou o compartilhamento da soberania monetária, que se daria através de uma hierarquia entre Estados soberanos ou alianças horizontais de moedas nacionais. No caso da subordinação, cita diversas formas de rendição dada pelo uso de outra moeda (os quase-estados) ou certa submissão, que vincula uma moeda nacional a uma moeda estrangeira forte (desde fundos de estabilização cambial até arranjos flexíveis e informais de taxa indexada). O grau de subordinação, segundo o autor, mostra, não um traço formal aplicado a todas as moedas, mas a capacidade dos governos de submeterem-se, mais ou menos, às regras monetárias. Já nos casos de compartilhamento da soberania monetária levanta-se um ponto de contraste à teoria estatal da moeda, ao definir que, ao invés de “uma nação-uma moeda”, existiriam “várias nações-uma moeda”.

Os casos de união monetária plena, onde as moedas nacionais são substituídas por uma moeda única, é exemplo de compartilhamento, e tem, pelo lado político, a presença (ou ausência) de um Estado dominante querendo manter um acordo desse tipo funcionando e, pelo lado institucional, a presença (ou ausência) de vínculos e compromissos relacionados e suficientes para tornarem a perda da autonomia política aceitáveis para cada ente. Nos dias de hoje, é também comum a ocorrência via da união de taxas de câmbio, que congela os valores monetários mas deixa a gestão monetária (taxa de juros, remuneração) a critérios internos.

No que tange às redes transnacionais ou círculos privados internacionais e seu papel no mundo contemporâneo, o autor argumenta que as moedas vêm sendo empregadas fora de seu país de origem em transações entre as fronteiras nacionais (internacionalização de moeda) ou dentro de Estados estrangeiros (substituição monetária ou uso estrangeiro-doméstico), sendo ambos modelos mais baseados no fluxo do que concentrado no Estado. Uma ampla rede transnacional é sempre requerida e não necessariamente as transnacionais oriundas de um país específico decidem utilizar a moeda de seu país para transações ou para reter e fazer frente aos

seus compromissos. Desta visão, deriva uma espécie de “Pirâmide Monetária”, composta de sete camadas<sup>13</sup> que traz a ideia de, ao invés de uma organização plana, territorial, do espaço monetário, existiriam múltiplos níveis de competição e hierarquia entre as várias moedas – muito similar ao que existia antes do sistema vestfaliano<sup>14</sup> de moeda territorial. Decorre daí a necessidade de se pensar o espaço monetário mais em termos funcionais do que físicos, das assimetrias competitivas e dos diferentes graus de relação entre as diversas moedas (COHEN, 1998:197).

A existência de uma nova estrutura de Poder não territorial, tem com relação ao simbolismo político podendo fortalecer ou enfraquecer o papel do Estado, o que dependeriam da forma como as políticas oficiais se relacionariam com as preferências dos agentes do mercado e, obviamente, da posição desta moeda dentro da pirâmide monetária. No caso dos países mais fragilizados, a ideia de desterritorialização está diretamente ligada às restrições externas, sendo o financiamento do balanço de pagamentos e a confiança em sua moeda determinados pela amplitude do domínio preponderante de uma moeda no sistema. Sendo assim, depende, portanto, da capacidade de gerar (ou não) um equilíbrio dos fluxos de capital a partir da compra e venda de ativos denominados nessa determinada moeda<sup>15</sup>.

Não se pode negligenciar o efeito do poder exercido dentro dessa hierarquia na globalização financeira moderna, onde o papel indireto dos mercados na inibição da política pública se faz cada vez mais evidente e reforça as assimetrias. Ao mesmo tempo, o Estado não pode ser considerado um anacronismo na governança das relações monetárias, uma vez que continuam emitindo suas moedas. Portanto, ainda que a organização territorial esteja em constante mutação, a moeda continua sendo um importante instrumento de dominação e a

---

<sup>13</sup> As sete camadas da pirâmide seriam: 1) Moeda principal – Reservada apenas as moedas mais respeitadas, atualmente, apenas o dólar; 2) Moeda Aristocrática – Utilizada para vários propósitos transnacionais, mas abaixo da moeda principal. Marco e Iene (1998), não podem reivindicar o papel do dólar; 3) Moeda de elite – moedas suficientemente atrativas para o uso internacional, mas com peso insuficiente para ter importância além do seu limite territorial. Bélgica-Luxemburgo; 4) Moeda plebeia – de uso internacional limitado, cuja autoridade está comprometida no exterior. Austrália, Áustria, Coreia do Sul, países exportadores de petróleo; 5) Moeda permeada - o domínio preponderante está comprometido inclusive no âmbito doméstico, sobretudo por meio da substituição de moeda impulsionado pelo mercado; 6). Quase moeda – são suplantadas não apenas como uma reserva de valor mas também em um grau significativo, como unidade de conta e meio de troca. Mantem soberania nacional, mas, na prática, são rejeitadas para a maioria dos propósitos; 7) Pseudo-moeda – Só existem no nome, são moedas simbólicas (COHEN, 1998:142).

<sup>14</sup> A chamada Paz de Vestfália (1648) é tida como um marco do sistema de soberania nacional.

<sup>15</sup> Segundo Cohen (1998), neste caso trabalha claramente com o conceito de soberania ou autoridade política estatal. A expansão do domínio monetário faz aumentar a capacidade de coagir outros Estados pela via da moeda. A capacidade de soberania monetária pode ser subordinada a um poder dominante, hegemônico, por exemplo. Ameaças de sanções ou exclusões, no jogo internacional, podem fazer com que governos mais fracos transfiram sua lealdade para outro país hegemônico.

autonomia dos agentes privados em sua demanda por moedas segue muito limitada. Segundo De Conti:

A dinâmica subjacente à escolha da moeda [...] não é a causa da hierarquia monetária, mas sim o seu sintoma. Dito de outra forma, não são os agentes privados que escolhem as moedas com uso internacional e, assim, determinam a hierarquia monetária; pelo contrário, a hierarquia monetária estabelecida – e determinada por questões geopolíticas e geoeconômicas [...] é que define quais moedas serão demandadas pelos agentes privados para serem usadas em âmbito internacional. (DE CONTI, 2011:52)

No entanto, o limite da governança dos Estados, de acordo com Cohen (1998), se diferenciou consideravelmente em detrimento de uma posição de monopólio para um oligopólio na moldagem do espaço monetário. Os Estados, segundo o autor, ainda podem exercer influência sobre a demanda por sua moeda à medida que conseguem competir e se manter atrativos (dentro ou entre fronteiras) aos agentes do mercado. Outro elemento em mutação é o próprio conceito de autoridade, que ainda que inseparável do conceito de poder, não estaria, necessariamente, subordinado a um Estado ou a um território específico e, poderia advir de uma variedade de outras instituições sociais.

Em suma, compreender os fenômenos monetários internacionais, preconiza estar atento ao quadro político, ou seja, à capacidade de cada autoridade estatal colocar-se no sistema por via de sua moeda e explorar os canais de transmissão a partir dos quais as relações de poder se estabelecem. Neste sentido, a falsa dicotomia Estado *versus* Mercado se evidencia ainda mais pois fica claro o papel constitutivo (e não de antagonismo) que cumprem sistemicamente, mesmo em um ambiente onde os fluxos ganham cada vez mais espaço em proporção e velocidade.

### **1.2.1. As Determinantes Políticas de Uma Moeda Internacional**

Para além das funções convencionais da moeda de unidade de conta, reserva de valor e meio de pagamento, o dólar, para Tavares e Melin (1997:64) ganhou uma nova característica fundamental no sistema: ser a “moeda financeira”. Isto significa dizer que se tornou a principal moeda de denominação contratual das finanças internacionais, obrigando todos os agentes que quisessem ser capazes de cumprir um contrato, a uma constante necessidade de adquirir (ou reter) a moeda americana. Desta forma, quando ativos estão denominados em dólar, quem o

detém, terá acesso aos mercados mais líquidos e seguros. Neste contexto, o dólar tornou-se a moeda de referência sem qualquer rigidez.

Por conta disso, os países com moedas mais conversíveis em dólar se inserem de forma mais privilegiada no sistema, a depender do grau de conversibilidade. A existência de conversibilidade diferenciada acaba por incidir na precificação dos ativos (de acordo com os riscos) denominados na moeda local, impondo o grau de remuneração necessária destes no mercado internacional. Por essa razão, existem graus distintos e autonomias diferenciadas para a definição da taxa de juros doméstica e, conseqüentemente, diversos graus de liberdade para conduzir suas próprias estratégias de desenvolvimento. As moedas, neste sentido estão muitas vezes condenadas a viver neste círculo vicioso, com baixa condição de ascensão no sistema.

Para Helleiner (2008), existem dois canais, um direto e um indireto, através do qual as moedas internacionais seriam influenciadas pela política. A forma indireta se daria no âmbito (subjetivo) da confiança no Estado emissor da moeda. Já a forma direta passa por meio de pacotes de ajuda, promessas de acesso a mercados ou proteção militar - no caso da moeda de curso internacional, também chamada de *Master Currency* (STRANGE, 1971) -, ou ainda por meio da senhoriagem, redução dos custos transacionais, metas macroeconômicas, simbolismos políticos e influências diplomáticas, como no caso das outras moedas, as *Negotiated Currencies* (HELLENER, 2008:363).

No intuito de averiguar as determinantes econômicas para uma moeda se tornar internacional, Helleiner (2008) traça algumas características básicas, que seriam condicionantes da participação dos países no sistema. Segundo o autor, para tanto, deveria haver:

- Confiança na estabilidade (valor) da moeda;
- Existência de sistemas financeiros abertos e bem desenvolvidos, capazes de atrair capitais tanto em *assets* quanto em transações comerciais e financeiras – liquidez;
- Extensão das redes transacionais do país - quanto mais extensiva, mais à vontade os estrangeiros ficariam para utilizar a moeda do país nas transações internacionais ou ainda como âncora monetária (neste sentido corrobora com a ideia de uma “*circular causation*”, os agentes vêem benefício em usar a moeda que todos usam).

### 1.3. Desequilíbrios Externos, Fluxos, Estoques e o Problema da Transferência

Os desequilíbrios externos das economias nacionais não são novidades, e foram agravados com o aprofundamento da esfera financeira na política doméstica. Da mesma forma, não são recentes as teorias desenvolvidas para compreender e lidar com tais desequilíbrios.

As questões relacionadas ao volume de liquidez internacional e a possibilidade de equilíbrio dos balanços de pagamentos remetem à proposta keynesiana da *Clearing Union* (FERRARI, 1990:147), tendo a ideia de uma reciprocidade dos mecanismos de ajustamento entre estados deficitários e superavitários. A ideia era ajudar países a distinguir empréstimos de longo prazo dos movimentos especulativos para alcançar o equilíbrio interno e externo<sup>16</sup>. No entre-guerras, essa ideia emergiu na concepção de Keynes (1929) que, analisando o caso alemão e a necessidade do pagamento de suas reparações, tratou do chamado “problema da transferência”<sup>17</sup>.

O problema consistia-se basicamente no dilema alemão de como conseguir gerar divisas suficientes para arcar com sua dívida em moeda estrangeira, sem depender de mais e mais empréstimos de credores internacionais. Para tanto, dois fatores seriam centrais para a resolução do problema: a necessidade de redução do consumo, através da redução do nível do rendimento dos trabalhadores e a política cambial. Pela lógica apresentada, as mudanças nos preços relativos influenciariam uma mudança nos fatores de produção, na estrutura e composição, e, finalmente no consumo doméstico – a partir de um aumento das exportações e a substituição de parte das importações por produção nacional. No caso alemão, o que estava em jogo, era a capacidade do governo de extrair o diferencial resultante dessa redução salarial (em divisas) suficientemente para o pagamento das reparações. Nas palavras do autor:

That is the first point to establish. The expenditure of the German people must be reduced, not only by the amount of the reparation-taxes which they must pay out of their earnings, but also by a reduction in their gold-rate of earnings below what they would otherwise be. That is to say, there are two problems, and not-as those maintain who belittle the difficulties of transfer -one problem. Indeed, a short way of putting the case is this. The T'ransfer Problem consists in reducing the gold-rate of efficiency-earnings of the German factors of production sufficiently to enable them to increase their exports to an adequate aggregate total;

---

<sup>16</sup> Ainda que a proposta tinha como ponto central a existência de uma moeda internacional, o ancor.

<sup>17</sup> “*German Transfers Problem*” (1929).

the Budgetary Problem consists in extracting out of these reduced money-earnings a sufficient amount of reparation-taxQs. The Budgetary Problem depends on the wealth and prosperity of the German people; the Transfer Problem on the competitive position of her industries on the international Market. (KEYNES, 1929;4)

De certa forma, tratava-se de, a partir de um volume de remessas externas dado (no caso alemão, as parcelas de sua dívida de reparação), obrigar que as contas externas se ajustassem. Entendia-se que os empréstimos estrangeiros haviam enfraquecido a própria competitividade dos produtos alemães ao sustentarem a elevação salarial nos anos anteriores<sup>18</sup>, sendo que, para solucionar a questão, haviam constrangimentos de diferentes naturezas. Do ponto de vista político e humanitário, reduzir salários via aumento do desemprego e assim fazer com que trabalhadores aceitassem trabalhar por remunerações menores, tinha implicações morais e políticas. Além disso, o interesse dos rentistas com uma possível queda nos retornos poderiam causar sérios problemas ao país (1929:7). Era, portanto, um problema em que a relação causal se dava do âmbito interno para o externo, no que tangia a capacidade de gerar divisas.

No caso tratado nesta pesquisa, o problema da gestão de divisas para países que decidiram criar Fundos Soberanos para geri-los é de alguma forma o oposto. Não obstante, importante ressaltar, que até os anos sessenta e setenta, os movimentos de capitais, principalmente de curto prazo, eram relativamente pouco importantes quando comparadas as trocas comerciais. Com a abertura financeira, porém, a taxa de juros ganhou um papel ainda mais fundamental no equilíbrio externo - e não apenas no equilíbrio interno -, e o diferencial entre taxas de juros se tornou peça central da movimentação dos fluxos de capitais (através do *carry trade*<sup>19</sup>).

Nos idos dos anos noventa, muitos acreditavam que os desequilíbrios de balanço de pagamentos poderiam ser solucionados sem maiores problemas em economias nacionais que ainda não haviam se inserido na globalização comercial e financeira. Segundo McKinnon (1996), bastaria um regime cambial flutuante, e os eventuais déficits nas transações correntes seriam automaticamente financiados por fluxos de capitais de curto prazo. Isto ocorreria porque, no equilíbrio neoclássico, a paridade do poder de compra estaria preservada uma vez que,

---

<sup>18</sup> Keynes cita que, desde o processo inflacionário de 1924, eram os empréstimos estrangeiros que estavam sustentando esses salários (1929:6)

<sup>19</sup> *Carry Trade* é o nome dado uma operação onde se toma dinheiro a uma taxa de juros em determinado país e aplica esse dinheiro na moeda de um outro país, onde as taxas de juros são maiores.

comercialmente, todos os bens seriam livremente transacionados e os preços se ajustariam – as variações cambiais seriam antecipadas pelos ajustes.

Outra premissa é que existiria uma perfeita substituição entre títulos denominados em diferentes moedas, o que permitiria a paridade nas taxas de juros, não havendo necessidade de substituição entre as divisas. Em outras palavras, a flexibilidade dos preços nunca iria contra o equilíbrio externo, não ocorrendo, portanto, quaisquer desequilíbrios (SCANDIUCCI, 2013:326). A tendência ao equilíbrio das contas externas, derivada da prerrogativa da taxa de juros doméstica se igualar à taxa de juros no mercado internacional por meio dos fluxos, no entanto, ganha outro ingrediente com a flexibilidade cambial. A função, a partir de então, deve ser capaz de incorporar o valor esperado da taxa de variação cambial, ou seja, a taxa de variação cambial deve ser igual à diferença entre as taxas de juros doméstica e externa. A instabilidade verificada na própria política monetária de diversos países nos dias de hoje, dada a volatilidade nas taxas de câmbio, guarda relação com esta peculiaridade. Não havendo uma articulação entre a política monetária e cambial, o diferencial de juros acaba incentivando entradas e saídas de capitais, com implicações na competitividade externa e, no médio prazo, desequilíbrio das contas externas.

A capacidade do Estado de realizar as políticas necessárias e se defender de eventuais ataques reduziu consideravelmente. Esta capacidade de articulação permitiria a cada governo uma maior capacidade de evitar os custos de ajustamento maximizando seu poder de realizar políticas macroeconômicas autônomas (COHEN, 2004).

While payments disequilibria are necessarily shared – one nation's deficit is someone else's surplus – the costs of adjustment need not be shared at all. Governments thus have every incentive, *ceteris paribus*, to maximize their capacity to avoid adjustment costs - their autonomy - relative to others. The greater the relative capacity to avoid adjustment costs, the greater is a state's monetary power. (COHEN, 2004:10)

Comumente, as reservas internacionais eram (e ainda são) a principal forma de um Estado se defender dos ataques especulativos à moeda e, assim, atenuar os custos e eventuais ajustes externos. No entanto, é possível que, com as transformações do sistema financeiro, estejam entrando mais divisas do que o necessário como primeira linha de defesa, o que coloca a necessidade de reciclagem externa, diretamente via mercado de capitais.

Os Fundos Soberanos, objeto deste trabalho, podem ter essa função, criar carteiras de ativos alocados fora do país e, ao mesmo tempo, não impondo a necessidade de alterar a taxa

de juros para reciclagem da dívida ou impor algum outro controle de capital. Podem proteger o valor da moeda local sem os custos de carregamento das reservas além de terem prazos e retornos maiores. Entende-se assim que o problema da gestão de divisas é de alguma forma o oposto do apresentado no problema da transferência alemã.

Não se trata, portanto, de um problema em ter acesso às divisas, como em países endividados em moeda estrangeira, senão seu contrário, de aplicar esses recursos em outros países essas divisas. O caráter relativo (no sentido comparado a outros competidores) talvez se encontre exatamente em ser capaz de influenciar os preços relativos de outros países e não mais os preços internos, caso o país que recebe o investimento do fundo não tenha capacidade de esterilizar os efeitos da entrada dos fluxos. Ademais, os governos detentores de FSR, não apenas mantêm algum controle sobre o câmbio, como utilizam-se dos excessos de divisas geradas para participar do jogo internacional através de seus fundos, tendo assim, um caráter defensivo-ofensivo.

#### **1.4. Capacidades Estatais: os Estados Nacionais e Suas Burocracias na Globalização**

Neste tópico, buscaremos apresentar uma estrutura teórica para tentar estabelecer parâmetros das relações entre capacidades estatais, partindo da constatação de que os mercados se globalizaram, complexificando, assim, as relações monetário/financeiras desde meados dos anos noventa. O conceito de capacidades estatais é difuso e amplo e tem diversas dimensões, sejam elas política, institucional, legal, territorial, administrativa e técnica. O que propomos nesta pesquisa é analisar a atuação dos entes estatais para além da esfera doméstica (mas com influência nesta) trabalhando o papel específico da burocracia estatal voltada à nova realidade global, assim como investigar suas adaptações e desenvolvimentos ao longo das últimas duas décadas.

Neste sentido, se faz fundamental que os Estados criem seus próprios aparatos não apenas para atuar no âmbito produtivo, mas que sejam capazes de desenvolver outros mecanismos de interação para lidar com os fluxos financeiros, podendo também adquirir a expertise necessária - além de, por vezes, atuar de acordo com o que o Estado em questão almeja no jogo de poder global. Não obstante, como se observará, as estruturas de poder interna (ou regionais) e os objetivos de curto e médio prazo dos instrumentos criados se tornam também

delineadores do formato e da efetividade institucional no cumprimento de suas funções. Os Fundos Soberanos de Riqueza seriam uma dessas modalidades, dialogando assim com os conceitos de capacidades estatais já existente.

No geral, a discussão sobre capacidades estatais parte da percepção da natureza e da qualidade do intervencionismo estatal nas variedades de capitalismo existentes. Sabe-se que as formas possíveis de capitalismo, decorrentes de cada arranjo institucional e sua relação com o mercado, variam de país a país a partir dos desafios colocados na esfera doméstica e de suas trajetórias (IPEA, 2016)<sup>20</sup>. As discussões sobre as institucionalidades e como cada país constrói seus próprios arranjos, no entanto, não são tão recentes. Segundo Hall e Solskice (2001), existiria uma definição básica para se compreender variações de capitalismo existentes em cada país individualmente, que seriam produto das capacidades desenvolvidas por cada Estado no intuito de lidar com seu próprio desenvolvimento. Os autores tratam as economias basicamente como:

- “Economias liberais de mercado” e;
- “Economias de mercado coordenadas”.

Por mais que se considere que esta definição seja um tanto binária e pouco complexa, tais conceitos podem ser instrumentalmente interessantes para a reflexão de que os arranjos diferenciados, a partir de inserções diferenciadas, só podem criar capitalisms diferenciados. Dito de outra forma, tipos específicos de capitalismo e de estrutura política nacionais são condicionantes de burocracias estatais e o desenvolvimento efetivo desses mecanismos específicos de atuação, necessariamente, variam de país a país. Ao longo dos anos 2000, novas abordagens sobre capacidades estatais foram se incorporando e se expandiram as definições. Boyer-Xambeau, Deleplace e Gilliard (1994), por exemplo, ao incluírem o papel do Estado e a inserção na ordem global, elaboram quatro categorias principais possíveis:

- Economias orientadas para o mercado (EUA, Canadá e outros);
- Economias meso-corporativista (como Japão e Coréia do Sul);
- Capitalismo dirigido pelo Estado (Europa Continental) e;
- Modelo social-democrata (Escandinavo, por exemplo).

Ainda que qualquer enquadramento seja complicado, já se pode fazer associações interessantes a partir das quatro categorias, inclusive valendo-se de sua associação com o poder

---

<sup>20</sup> Os fundos, portanto, também são essencialmente distintos entre si, como se propõe mostrar no Capítulo 3.

da moeda e a forma de inserção do país com o mundo das finanças globalizadas. Os exemplos de países utilizados pelos autores são normalmente de nações mais desenvolvidas e dialogam com o padrão monetário vigente e como ele foi gerenciado desde o pós-guerra, com as trajetórias dos países sendo delineadas por fatores geopolíticos desde então. Ademais, a dimensão hierárquica presente nos trabalhos destes autores podem servir para compreender o modelo de burocracia que é possível ser criado em cada país, mas também engendrar um esforço de dialogar com as estruturas do sistema financeiro internacional para que se logre entender o papel dos FSR, sistemicamente.

As reformas liberalizantes, as experiências de crises cambiais pelo mundo (em países latino-americanos e asiáticos, particularmente) e a volatilidade nos preços internacionais de commodities também podem ser encaradas como condicionantes da criação de institucionalidades dessa natureza. Como se verá adiante, podem ser elementos históricos de legitimidade interna (ROBBINS, 2013:4) e mesmo de uma governança mais responsável. As formas de interação entre os Estados e os mercados devem partir ainda de uma perspectiva da própria qualidade da autoridade estatal e como ela se transmuta (ou não) no âmbito globalização financeira. Portanto, quando se visualiza o processo de financeirização, não é possível entendê-lo apenas a partir da ótica do mercado, senão levando em consideração a própria resposta do Estado (AKYÜZ, 1993:23). Esta afirmação é importante pois, quando se analisa a capacidade de um Estado interferir no jogo dos fluxos, se tem em mente características como controle e regulação, ou seja, relega-se aos Estados um papel secundário no processo. Os FSR, por sua vez, são igualmente capacidades da autoridade Estatal estar dentro desse jogo, mas de forma muito mais ativa, ainda que contenha um elemento de defesa em seus propósitos.

As estratégias de diversificação que buscam reduzir os riscos de perdas diante, por exemplo, das flutuações das moedas colocam os atores estatais como *players*, ou seja, são uma adaptação estatal à própria lógica financeira. Na verdade, não apenas os fundos, mas uma boa parte dos ativos em mãos do Estado acabam por seguir essa lógica financeira. As reservas internacionais, as receitas fiscais, as empresas estatais, etc., têm buscado criar departamentos especializados na gestão financeira com o intuito de transformar o que advém de atividades produtivas para operações de mercado de capitais. Os FSR, no entanto, podem ser mecanismo de coordenação econômica, conjuntamente com outras ações, sendo assim parte de um arcabouço institucional mais amplo.

Outro elemento central é que a forma e a governança de cada burocracia derivam, dentre outras razões, do próprio caldo político-cultural de cada país, estando ancoradas e designadas nacionalmente, a partir de suas criações sociais e históricas. Obviamente, esta visão tem como premissa que as construções estatais de cada nação trazem consigo uma série de elementos que, por vezes, não enxergam o Estado como mero garantidor da funcionalidade do mercado (ou de correção das falhas do mercado) para aperfeiçoá-lo. A ótica aqui estabelecida tem como premissa, portanto, que qualquer instrumento estatal de viés político-econômico está vinculado, intrinsecamente, às características e às decisões de Estado, a partir de cada realidade particular e pode ter distintos fins<sup>21</sup>.

A literatura mais recente sobre Capacidades Estatais trata, via de regra, de um arcabouço institucional voltado ao crescimento econômico, infraestrutura, diversificação da matriz produtiva, desigualdade social, democracia, sustentabilidade, dentro outros. Quando tangem as questões de cunho econômico-internacional, o foco está invariavelmente no lado produtivo, sendo que ao Estado caberia a tarefa de criar um arcabouço (ministerial e/ou com outras agências estatais) no intuito de compor uma determinada agenda externa do país.

Ainda que exista o entendimento que, no atual nível do capitalismo globalizado, o Estado deva ser capaz de casar o plano doméstico com o internacional, no campo financeiro há pouca coisa desenvolvida. As análises normalmente tratam do protagonismo do Estado em promover o capital produtivo nacional internacionalmente<sup>22</sup> e da importância das coalizões regionais e da dinâmica de cooperação em organismos multilaterais (IPEA, 2016)<sup>23</sup>. O que se pretende nesta pesquisa, no entanto, é fazer uma proposição. Incluir de forma mais incisiva as burocracias relacionadas às vulnerabilidades decorrentes da inserção internacional dos países e

---

<sup>21</sup> Como se observará no Capítulo 3, países distantes dos Centros Financeiros Globais (CFG) - onde as grandes decisões são tomadas e onde se detém maior conhecimento dessas estruturas hierárquicas - têm buscado através de seus fundos soberanos desenvolver expertise interna. Se as redes transnacionais ou círculos privados internacionais, se destacaram no mundo contemporâneo por seu papel difusor das estruturas de poder global, a transformação da informação em conhecimento (em modelos mais baseados nos “fluxos” do que concentrado no Estado), também fazem parte das necessidades dos Estados modernos. Os FSR, neste sentido vêm se adaptando a mesma lógica, tendo papel mais coadjuvante diante da imensidão de capitais privados que fluem diariamente no mundo financeiro, mas com interesses particulares no jogo internacional.

<sup>22</sup> Internacionalização de empresas.

<sup>23</sup> Não obstante, diante do fato da importância da economia chinesa e de seu capitalismo de Estado, o arcabouço chinês desenvolvido nos últimos trinta anos é normalmente lembrado como exemplo de certa capacidade em ter as rédeas sobre seu próprio desenvolvimento (IPEA, 2016). Apenas para exemplificar e mostrar como as questões monetário/financeiras são pouco exploradas, a China detém hoje quatro Fundos Soberanos próprios, além de um quinto conjuntamente com Hong Kong (os cinco somam mais de US\$ 2 trilhões em ativos- SWFI, 2016). Não seria interessante estabelecer algum paralelo desta natureza, numa análise sobre capacidades? Entender como os chineses estabelecem a governança de seus fundos, com que propósitos, etc., não poderia trazer pistas interessantes sobre como lidar com as questões acima citadas?

da necessidade de lidar com um mercado financeiro em constante transformação. Pensar, assim, uma institucionalidade específica que permita ao Estado desenvolver uma expertise burocrática para lidar com o mercado financeiro internacional, tendo os Fundos Soberanos como a materialização desta burocracia. A ideia é pensar os FSR como meios de potencializar os Estados para lidar com a pressão de outros atores, capacitando-o no sentido de dar-lhe mais autonomia em suas políticas, em linha com a definição de Cohen (2004):

A state is also powerful to the extent that it is able to exercise policy independence – to act freely, insulated from outside pressure in policy formulation and implementation. In this sense, power does not mean influencing others; rather, it means not allowing others to influence you - others letting you have your way. A useful synonym for this meaning of power is autonomy (COHEN, 2004:2).

A maioria das teorias acerca dessas capacidades, como dito, lida com a relação entre Estado e mercado mais no âmbito doméstico, ainda que em perspectiva comparada com capacidades de outros países, e eminentemente pelo lado produtivo, ou seja, como cada Estado cria seus mecanismos para dar respostas às suas questões de natureza interna. Esse viés de análise vem em linha com Zysman (1970), de que aparatos estatais serviriam para lidar com o problema do desenvolvimento, mas traz consigo um elemento a mais: a governabilidade deste aparato. Num esforço de delimitar melhor o conceito, entende-se que o termo governabilidade que aparece na literatura concerne

[...] a criação de condições favoráveis para a ação do governo, constituindo parte de suas capacidades de gestão pública. Nesse sentido, a natureza das instituições políticas vai ter um forte impacto no desempenho econômico, na medida em que processos políticos transparentes e assegurados por regimes democráticos e estáveis aumentam a credibilidade e a visão externa sobre os países”. (BOSCHI E GAITÁN; 2016:513)<sup>24</sup>.

Trabalhando com premissas semelhantes, a proposta é analisar as razões da decisão de estabelecer Fundos Soberanos em países tão variados e (como o fenômeno recente) colocar a proliferação destes fundos dialogando com a hipótese levantada. Ainda que os fundos em sua maioria se detenham a realizar investimentos no exterior - e tenham, portanto, um recorte

---

<sup>24</sup> Salta aos olhos num primeiro momento que, na esfera dos fundos soberanos como investidores institucionais o regime político do país detentor pouco importa para a aceitação ou legitimação no jogo internacional. Para o mercado internacional o que importa é a trivial capacidade de ser transparente e ocidentalizado em suas ações como investidores, ou seja, seguir as regras nos investimentos. Isso fica muito claro no caso dos países árabes (GORDON E MONK, 2011), o que o diferencia um pouco da definição em questão e dá os contornos morais sobre o comportamento da alta finança e a falta de legitimidade interna dos governos.

distinto do comumente encontrado na literatura sobre capacidades – se tentará aqui encará-los como uma forma particular de capacidade estatal pois tem reflexos diretos na esfera doméstica, tenha o fundo estratégia mais defensiva ou ofensiva na alocação de seus recursos.

Do ponto de vista da avaliação burocrática das capacidades, o quadro analítico básico para avaliar uma burocracia estatal deve ter duas dimensões, sendo uma interna e outra externa. Pensando-a a partir do prisma dos FSR, a interna se daria pela forma organizacional na busca dos objetivos e tem alguns critérios que podem ser mensurados, como o desenho institucional que permite ter claro o objetivo do fundo, a coerência na função desempenhada e a própria eficiência do aparato. Já a externa, trata da capacidade relacional com outros atores e passa por critérios como legitimidade e transparência. Algumas variáveis tidas como independentes tal qual profissionalização dos burocratas, graus de autonomia e coesão interna são peças do quadro analítico que contribuem para a avaliação das capacidades, ao mesmo tempo que a relação com o mercado internacional, outros fundos e governos são parte da engrenagem que precisam ser elencadas. A questão da expertise se relaciona com uma dimensão externa-interna tendo em vista que a absorção desse conhecimento se dá internacionalmente, mas pode criar, dentro do Estado, uma capacidade de lidar com o mercado internacional que não existia previamente.

**Tabela 2 – Quadro Analítico Básico das Capacidades Estatais de um Fundo Soberano de Riqueza**

<b>Dimensões</b>	<b>Crítérios</b>	<b>Variáveis Independentes</b>	<b>Resultados Intermediarios</b>	<b>Resultados Finais</b>
Burocracia (Interna)	Eficiência; Coerência	Profissionalização; Autonomia; Coesão	Escolhas	Desenvolvimento de Expertise
Capacidade Relacional (Externa)	Legitimidade; Transparência	Relações com governos, mercado, etc	Suporte Político; Expertise	Atingimento dos objetivos

Fonte: IPEA, 2016 – Elaboração Própria.

No Capítulo 3, quando da análise dos casos se tentará, a partir de uma tipologia mais abrangente, levar em consideração esses aspectos sabendo que nem sempre as informações estarão disponíveis da forma mais apropriada, mas que evidências da governança podem aparecer em artigos acadêmicos e no próprio rol de informações disponibilizado por cada fundo.

Do ponto de vista das capacidades relacionais externas, principalmente quanta a legitimidade e transparência, acredita-se que há informações para compreender como o mercado enquadrados nos últimos anos e os organismos internacionais buscam estimular os fundos a seguirem tais princípios - e também será melhor explorado num próximo momento.

## **Capítulo 2 – O Sistema Monetário e Financeiro Internacional e o Papel do Dólar: Déficits, Superávits, Petróleo e Divisas**

A compreensão do papel desempenhado pelo dólar, que há mais de quatro décadas se tornou a moeda de referência internacional sem qualquer lastro exógeno, é fundamental para captar a lógica e os mecanismos de operação do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. As interações possíveis e existentes entre aqueles que participam deste sistema (via convenções e regulações internacionais) são produto das relações de poder constituídas entre os agentes, públicos e/ou privados no capitalismo global. O conjunto articulado de regras, formas de ajustamentos e prevenções contra crises têm, nas instituições, a capacidade de ordenar e gerenciar este sistema. Para tanto, é necessário ter em mente a existência de uma ampla aceitação das regras, o que passa pela noção de que os mecanismos de ajuste, quando necessários, se darão por meio da distribuição de custos e benefícios proporcionais ao poder de cada agente.

Esse sistema, constituído de Estados e mercados, tem, como uma das principais características, a premissa de ser capaz de prover uma confiança geral em alguma moeda de reserva e promover estabilidade, previsibilidade e liquidez para o conjunto dos envolvidos, ou seja, criar um padrão monetário amplamente aceito e ordenador. Neste capítulo, a proposta se baseia em fazer o resgate histórico da globalização financeira, partindo da decisão norte-americana de decretar o fim do lastro-ouro no início dos anos setenta até os dias atuais. O intuito é deixar evidente como se deu o processo de globalização financeira, o papel que cumpre o dólar e o déficit americano, os superávits gerados em outros países - como contrapartida - e como o mercado financeiro se adaptou e se desenvolveu de forma sem precedentes nas últimas três décadas.

Uma das intenções deste capítulo é demonstrar que, na década de noventa, o mercado de capitais se consolida como a variável de destaque desta fase do capitalismo. Por conta disso, crises cambiais e financeiras ocorrem não apenas por conta do comportamento de governos,

mas da própria dinâmica do capitalismo, deixando os Estados Nacionais em situação de vulnerabilidade frente às assimetrias e ao jogo do mercado. No entanto, importante dizer que, mesmo com as frequentes crises, em nenhum momento a ordem foi de fato contestada, ainda que rumores tenham surgido. Os diversos solavancos do capitalismo global entre os anos 1970/80 e na crise financeira de 2007/8 não chegaram a reduzir o poder estrutural do dólar e os EUA agiram para garanti-lo sempre que necessário, gerindo e operando o sistema. Os mercados, por sua vez, seguiram fazendo seu jogo, se modernizando com uma velocidade sem precedentes e sendo a variável de ajuste das demais economias do mundo.

Existiram assim, segundo nossa opinião, quatro períodos principais no que se refere ao comportamento do mercado financeiro e aos fluxos de capitais: de meados da década de 1960 até o fim da conversibilidade em 1971, quando da contestação do padrão dólar-ouro; da década de 1970 até início dos anos 1980, quando, dentre outras razões, os dois choques do Petróleo são centrais; o período até meados dos anos 1990, quando as economias se ajustaram a nova realidade de globalização dos mercados e; a partir de 1995 quando se consolidou a globalização e o mercado de capitais se torna, de fato, o local onde se encontra a essência do capitalismo global.

Os demais momentos podem ser captados ao longo do capítulo e se relacionam a um cruzamento de variáveis e fatos. No entanto, a centralidade do Petróleo em todo o processo, não pode ser plenamente compreendida a partir do resgate do processo de globalização financeira tal qual se busca no item 1, devendo assim ser tratado a parte. Isto se deve ao fato de que, no que se refere aos Fundos Soberanos, o Petróleo (e não apenas no período dos choques, mas durante as últimas seis décadas), teve uma centralidade como nenhuma outra mercadoria e por isso, na segunda parte, se discutirá o papel do petróleo para o ordenamento sistêmico. De alguma forma, outras matérias primas cumpriram funções similares para outros países, mas a importância do óleo e do gás como fontes de energia do Século XX, sua dimensão geopolítica e sua precificação fazem indispensável uma análise um pouco mais aprofundada sobre o tema.

## **2.1 A Globalização Financeira, o Padrão Dólar-flexível, o Déficit Americano e os Superávits Mundo Afora**

Desde a Segunda Guerra Mundial, o mundo experimentou dois padrões monetários, ambos sob a alçada dos Estados Unidos: o padrão dólar-ouro, vigente nos anos de Bretton

Woods, que vigorou até o início da década de 1970 e; o padrão dólar-flexível, no qual, desde então, e até hoje estamos inseridos.

No padrão dólar-ouro, a moeda internacional era um passivo americano que tinha o ouro como garantia (lastro) de última instância e essa limitação era unilateral ao emissor da moeda internacional, ou seja, existia uma “obrigatoriedade” de os EUA serem capazes de saldar essa “dívida” em ouro, caso fosse requerido. A saída vitoriosa americana da Segunda Guerra Mundial como principal credor internacional e a necessidade de reconstrução da Europa e do Japão, permitiram que se experimentasse, através do padrão dólar-ouro (de paridade fixa) uma espécie de “liberalismo contido<sup>25</sup>” (HELLEINER, 1994:57), no qual os países podiam controlar capitais e determinar autonomamente sua política econômica a fim de evitar a fuga de divisas e a recessão. Mais do que nunca, era preciso financiar seus déficits e os EUA mantinham déficits constantes em seu balanço de pagamentos com esse propósito. O Banco Mundial (BM) e o Fundo Monetário Internacional (FMI) eram as instituições capazes de intermediar os empréstimos em dólar e durante um período de tempo, este sistema foi funcional, sem grandes contestações.

Em meados dos anos 60, no entanto, as coisas haviam mudado e, frente aos diversos posicionamentos internacionais indagando a capacidade americana de arcar com a promessa do pagamento em ouro, os EUA decretaram - unilateralmente - a suspensão da conversibilidade, em 1971 (HELLEINER, 1994:112). Obviamente, esse processo não foi tranquilo. As turbulências causadas pelo chamado “Hot Money<sup>26</sup>” já haviam aumentado consideravelmente e as tentativas de refreá-los pareciam não surgir efeitos<sup>27</sup>. Com o andamento do processo, o fim de Bretton Woods acabou marcando a inauguração de uma nova fase no sistema monetário internacional, o padrão dólar-flexível.

Uma moeda sem lastro permitia, então, ao Estado emissor utilizar-se indiscriminadamente dos instrumentos de política econômica que lhe convinham, deixando o custo de ajuste nas costas dos demais países (HICKS, 1989). A moeda americana desde o fim da conversibilidade com o ouro, portanto, traz consigo este lastro de confiança endógeno e passa a ser aceita não por tratado, mas por conveniência, o que, em termos práticos, reafirmava o poder dos EUA e do financiamento externo de sua economia. A acentuação da assimetria foi

---

<sup>25</sup> “Embed Liberalism”. Ver mais em Helleiner, 1994.

<sup>26</sup> Capitais de curto prazo.

<sup>27</sup> Houve forte especulação contra a Inglaterra antes de 1967 e contra os EUA a partir de 1969. (ROLFE e BURTLE, 1981:162/163).

ficando clara com o passar dos anos, quando, durante as últimas décadas, assistiu-se à expansão “sem limites” do déficit norte-americano com o resto do mundo<sup>28</sup>.

Nesse contexto, o dólar se fortaleceu como meio de pagamento, mas, essencialmente, como a principal reserva de valor do mundo, tendo a taxa de juros americana como grande mecanismo de ajuste global. Para completar, o dólar ganha uma de suas mais edificantes características, ser a moeda de denominação contratual das finanças internacionais, num mundo sem paridades cambiais fixas, ou seja, sem padrão monetário rígido (TAVARES e MELIN, 1997).

Desde então, vem se reforçando a existência de uma hierarquia entre as moedas, tendo o dólar como principal expoente e o mercado privado realizando o jogo dos fluxos, impulsionados pelas mudanças tecnológicas. A capacidade de prover liquidez e de gerir o sistema, no sentido de colocar sua moeda como ativo mais seguro do mundo, pôde então ser constatada em tempos de aparente estabilidade sistêmica e nas crises e bolhas. Sempre que ocorreram grandes turbulências, o mundo buscou o dólar – independentemente do lugar onde ocorresse a crise, inclusive dentro dos próprios EUA.

Em 1979, o chamado “Choque Volcker<sup>29</sup>” se torna peça fundamental para compreender o que estava acontecendo no mundo e como os EUA não iriam abrir mão de seu papel de gerenciador do sistema - e o mundo logo se deu conta disso. O período de 1979 até 1985, segundo Tavares (1997) foi determinante para a definição da retomada americana. As mudanças ocorridas num curto espaço de tempo se desenrolaram num cenário adverso, onde a segunda crise do petróleo, combinada à política monetária restritiva, provocou uma violenta valorização do dólar, fazendo com que todas as outras moedas fossem forçadamente desvalorizadas. Os juros altos e as políticas de ajuste de corte deflacionista gerariam uma recessão mundial até 1983, sendo que, para os países “periféricos”, a queda dos preços das commodities e a “deterioração dos termos de troca” alavancaram fortemente suas obrigações externas, culminando em sérias crises bancárias e cambiais. A decisão do tesouro americano, pela política de proteção de Reagan, de garantir o sistema financeiro de seu país, permitindo ajuste e

---

<sup>28</sup> Os conturbados anos entre o fim da década de 70 e início dos anos 80 deixaram transparecer a possibilidade dos EUA perderem seu papel hegemônico e o dólar, sem lastro exógeno, deixar de ser o ativo de segurança máxima do sistema. Já em meados dos anos oitenta, no entanto, ficou claro que ocorreu exatamente o contrário, jogando uma pá de cal nas teorias do declínio norte-americano e do dólar (CONCEIÇÃO, 1997).

<sup>29</sup> A taxa de juros americanas subiu vertiginosamente e o secretário do tesouro, Paul Volcker, foi o responsável.

recomposição patrimonial de bancos e fundos de pensão, é também peça determinante da retomada.

Outro aspecto fundamental do período foi que o chamado “soft landing” do dólar, entre 1985 a 1995, acabou por sedimentar a posição deste, ao demonstrar que a inflação americana era muito pouco afetada pela desvalorização da moeda. Manter uma moeda estável seria uma das poucas obrigações do país emissor para mostrar ao resto do mundo que não haveria risco de retê-la ou de defini-las em contratos (SERRANO, 2004). Torres (2013) sintetizou o momento:

A gestação do novo sistema financeiro mundial demorou, entretanto, mais de uma década para tomar forma definitiva. Enquanto o processo maturava, a economia internacional atravessava um período de forte instabilidade, marcado por inflação elevada, taxas de juros negativas e choques de preços. Além disso, houve resistências ao projeto americano de institucionalizar um sistema monetário mundial baseado no dólar flexível. Os governos europeus, por exemplo, tentaram já em 1972 criar um mecanismo que reduzisse a amplitude das flutuações entre suas moedas, a chamada “serpente europeia”. (TORRES, 2013:4)

A percepção da “retomada da hegemonia americana” (TAVARES, 1984) e a conceituação do “poder estrutural americano” (STRANGE, 1982) anunciavam que não apenas os EUA haviam fortalecido sua posição como potência mundial nesse meio tempo, como tinham no dólar uma das principais ferramentas de ordenamento. Inaugurava-se, desta forma, a chamada “diplomacia do dólar forte” onde a moeda americana passava a ser a moeda de curso forçado internacionalmente. Sendo moeda fiduciária, aceita por conveniência, os mecanismos de ajustes passam a ser privados e operados no mercado, permitindo que o dólar se tornasse tanto mais forte, quanto maior a liberdade de movimentos de capitais, restando assim às demais economias, estarem sujeitas à disciplina imposta pelo mercado.

Neste período, iniciam-se diversas inovações financeiras, derivativos, securitização e mercados de títulos imobiliários, até atingirem os mercados futuros de câmbio. A dívida interna americana, com a forte valorização do dólar, converte-se em dívida externa no instante subsequente através da absorção por poupadores estrangeiros. Quanto mais se necessita auferir moeda forte, mais vulneráveis à taxa de juros do emissor um país se encontra e a dívida dolarizada se torna o principal mecanismo de ajuste externo. Surgem neste processo praças

financeiras autônomas<sup>30</sup> em diversas partes: o mundo demonstrava que estava se adaptando à nova realidade (TORRES, 2013:7). A integração mais complexa das economias nacionais completada nos anos noventa, acentua o caráter do mercado como um agente de divisão onde o mundo se torna aparentemente menor, mas os hiatos entre os países se tornam ainda maiores<sup>31</sup>.

Nos anos 2000, com o boom das commodities, o acúmulo de divisas sofre um aumento exponencial e diversos países adotam políticas de gestão externa como uma acumulação sem precedentes de reservas em dólar. Os EUA continuavam a se financiar externamente enquanto outras potências internacionais se tornavam, automaticamente, cada vez mais superavitárias<sup>32</sup>.

Desde a eclosão da crise internacional de 2007/8, o movimento inicial de contraposição ao papel do dólar se mostrou em descoordenação no âmbito internacional entre as diversas economias do mundo, incapazes de lidar conjuntamente com um problema de natureza sistêmica. Diversos países, naquele momento, decidiram adotar posturas autônomas de prevenção a instabilidades em suas próprias economias e na defesa de suas taxas de câmbio – tanto por meio de tributação, quanto por imposição de controles na conta de capitais.

Os países do chamado G-20<sup>33</sup>, por exemplo, decidiram, ainda em 2008, se reunir em um fórum de discussão para criar propostas para o enfrentamento da crise. Foi estruturada assim uma agenda de reformas regulatórias e inclusive uma nova instituição internacional, chamada de “Financial Stability Board” (FSB), no ano seguinte. Nos documentos finais dos diversos encontros que o grupo realizou, chegou-se a defender abertamente uma maior participação de mecanismos estabilizadores. As mudanças estruturais, no entanto, não ocorreram, porém, há se ponderar que não foi apenas por incapacidade dos demais países, mas pela própria política ativa norte-americana, que garantiu e sustentou o sistema.

Após quase uma década da eclosão da crise é possível enxergar que a nova reafirmação da hegemonia americana, diferente do que muitos podem supor, não se deu meramente pela via do “mercado”. O Estado americano desempenhou, sem sombra de dúvidas, um papel fundamental para a manutenção da ordem e do padrão monetário, agindo de forma ágil e pontual

---

<sup>30</sup> Na Ásia, por exemplo, transacionava-se em dólar e iene, apoiados inicialmente nos capitais emigrados chineses e alimentados pela expansão das “trading companies” japonesas.

<sup>31</sup> Barreiros, 2014.

<sup>32</sup> O déficit americano, apenas com China, Japão e Alemanha, saiu de 34% em 1999 para 159%, em 2009, por exemplo (Silva, 2012). Esse “descompasso” chegou a gerar, inclusive, algumas tentativas de acordos de cooperação no âmbito do G-20 para limitar o déficit em conta corrente americano e também críticas aos demais países, acusados de desvalorizar suas moedas para gerar maior superávit.

<sup>33</sup> Grupo das 20 maiores economias do mundo.

para resolver problemas de liquidez e utilizando o FED como Banco Central do Mundo - e se mostrou exitoso no que se propôs.

O caso da China e sua política sem precedentes de acumular reservas internacionais<sup>34</sup> é interessante de ser citado uma vez que, longe de significar um contraponto à moeda americana, permitiu posicionamento mais incisivo internacionalmente, sem deixar de cooperar com os EUA quando necessário (HELLEINER, 2014:136). Em outras palavras, o exemplo chinês nos mostra que o sistema é operado com custos, tendo, porém, comando – fato este conhecido pelos demais participantes. Exemplo disso foi a própria política de “Swaps Cambiais”<sup>35</sup> do FED que, já nos sinais iniciais da crise<sup>36</sup>, demonstrou como a capacidade de governança global americana, eficaz na resolução de problemas de balanço de pagamentos pelo mundo, inibiu os riscos de propagação<sup>37</sup>.

Nos últimos anos, com a política de taxa de juros próximos a zero e déficits cada vez maiores, fica evidente que o papel do dólar como instrumento capaz de prover a liquidez mundial se manteve. A confiança geral requerida para ser moeda de reserva, capaz de promover “estabilidade”, previsibilidade e a própria liquidez para Estados e mercados, permaneceu intacta. Dados recentes publicados pelo BIS (2015) mostram que o dólar continua presente em mais de 60% das reservas mundiais, 87% das transações internacionais em pelo menos uma das pontas (Euro, 33,4%; Yen, 23%), 43% das reivindicações bancárias, na absoluta maioria das transações cambiais e sem sinal algum de que perderá essa preponderância no futuro próximo.

### **2.1.1. O Papel do Mercado e as Economias Nacionais**

A década de oitenta foi central no processo de ajuste global a nova realidade. No caso dos países altamente endividados em moeda estrangeira isso ocorreu de forma mais traumática, obviamente. Por sua vez, mesmo em países que, aparentemente, tinham algum poder de

---

<sup>34</sup> As reservas chinesas alcançaram US\$ 4 trilhões em 2015. Já em 2016 fecharam o ano em algo em torno de US\$ 3,2 trilhões.

<sup>35</sup> Swap cambial, é uma política realizado por um Banco Central que realiza uma operação de venda de uma moeda no mercado futuro.

<sup>36</sup> Entre dezembro de 2007 e outubro de 2008 o FED adotou uma política de swap cambial com diversos países, de cerca de US\$ 600 bilhões de dólares (HELLEINER, 2014).

<sup>37</sup> A rápida resposta americana se mostrou muito mais eficiente pelo fato de que agentes públicos e privados, operando em dólar, precisam da moeda americana. A capacidade ilimitada de imprimir dólares permitiu aos EUA manter-se no comando sistêmico, atento a toda a repercussão internacional da crise.

resistência, houve rápido entendimento de que os mercados tinham adquirido um poder sem precedentes.

O chamado “*Big-Bang*” inglês (em 1986), por exemplo, foi o primeiro produto da desregulação dos mercados de capitais (a *City* Londrina era a principal praça fora dos EUA) e, a partir de então, seguiram-se sucessivas crises em diversas bolsas de valores pelo mundo<sup>38</sup>. Os novos instrumentos financeiros no mercado secundário e a generalização da securitização (que incluem desde situações de endividamento externo de países periféricos até mercado de commodities, juros e câmbio, etc.) fazem com que outros países criem mercados análogos. Diante da desvalorização do dólar e das baixas taxas de juros, os títulos da dívida americana deixaram de servir como ativos de rentabilidade primária e passaram a lastrear o movimento de securitização. Os mecanismos de *hedge* atrelados a títulos do tesouro americano e todas as outras criações do mercado financeiro permitem assim uma perda de proporcionalidade entre a economia mundial (os fluxos comerciais e etc.) e os fluxos financeiros internacionais (TORRES, 2013). Segundo Metri (2003),

O caráter sustentável do SMI está vinculado à forma pela qual as contas de capitais do país central se comportam em relação ao resto do mundo. Esse país deve ser capaz de fornecer fluxos capitais de longo prazo e, ao mesmo tempo, captar recursos de curto prazo, através de um sistema financeiro líquido e profundo, de maneira a equilibrar seu próprio BP e, simultaneamente, prover a liquidez do sistema monetário internacional. (METRI, 2003:28)

Como caso emblemático, podemos citar o Japão, que se apresentava como segunda grande potência, tendo como característica marcante sua moeda extremamente valorizada em relação ao dólar durante boa parte dos anos oitenta. Os bancos japoneses, grandes credores da dívida pública americana, sofreram perdas consideráveis com a decisão norte-americana de desvalorizar sua moeda entre 1985-1987. Para além desse fato, as tentativas de valorizar o iene, via da taxa de juros, fizeram com que as empresas japonesas diminuíssem suas margens de lucro para continuar sendo competitivas. Naquele momento, o fluxo de caixa era positivo, mas as obrigações financeiras gigantescas acabaram levando ao que se denominando *balance sheet recession*<sup>39</sup> (KOO, 2011:23). E foi neste cenário que o enquadramento se deu. Ficava evidente que se ocorreu com o poderoso Japão, aconteceria com qualquer outro país.

---

<sup>38</sup> Nova York (1987), Mercados Imobiliários (1989) e Tóquio (1990).

<sup>39</sup> As empresas japonesas com o estouro da bolha viram seus ativos destruídos. Nesse contexto, a política monetária perde eficácia pois empresas, bancos e famílias querem apenas pagar suas dívidas, não havendo demanda por

A política monetária americana no início dos anos 1990 foi unilateralmente afrouxada na intenção de manter o dólar desvalorizado frente ao marco e ao iene, indicando o fim de um período de cooperação financeira entre as grandes potências os países. No momento em que o FED decidiu por baixar os juros verifica-se uma aceleração do crescimento e da globalização dos mercados futuros de juros e câmbio, onde os próprios fundos de pensão americanos se veem obrigados a ir atrás de rentabilidade na Ásia e América Latina. Os EUA, neste momento, por meio do Federal Reserve (FED), é quem monitora os acontecimentos internacionais e age onde for necessário. A flutuação global da moeda americana, a presença obrigatória do dólar em pelo menos uma das pontas das operações de securitização e arbitragem nos principais mercados dão a tônica do processo<sup>40</sup>. Quando os déficits voltaram a crescer em meados da década em questão (desta vez a taxas impressionantes), foi ficando claro que não haveria mais limites para a capacidade de endividamento da economia americana, e isso não era um problema para o bom funcionamento do sistema internacional.

Esse período caracteriza-se pelo crescimento das especulações sobre moedas, que não se dariam apenas pelas posições de reservas de seus bancos centrais, mas sim porque o valor do dólar era fixado pela taxa de juros americana (referência básica do sistema), em função da capacidade dos EUA de manterem sua dívida pública como título de “segurança máxima”. A posição da taxa de juros para as transações financeiras induzia que as operações de securitização, em geral, fossem feitas em dólar, abrindo espaço para ganhos de arbitragem quando existissem diferenciais expressivos entre as taxas de juros internas e as correspondentes flutuações na taxa de câmbio. Nesse contexto, a nova posição do dólar no sistema monetário passa a ser a de segurança e a de arbitragem. Este é o marco inicial dos mercados derivativos, a existência de um risco intrínseco que induza a associação entre os agentes interessados em precaver-se contra eventuais perdas (*hedge*) e agentes interessados em eventuais ganhos arbitrários a partir da especulação com os ativos em questão (TORRES, 2013:24).

---

empréstimos. Não adiantou jogar os juros a zero, a estagnação japonesa permaneceu por toda a década (KOO, 2011:23)

<sup>40</sup>Para completar, a crise da dívida nos países latino-americanos, e outras crises financeiras geradas pela desregulação do mercado financeiro internacional na década de 1980 e 1990, acabaram encorajando “uma nova tendência de negócios: a securitização dos ativos” (TORRES,2013:9). Os títulos da dívida americana, como instrumentos mais nobres do sistema financeiro internacional, preservam e fortalecem o dólar como a mais importante moeda de referência mundial, ao mesmo tempo em que permitem à economia norte-americana captar a liquidez necessária à manutenção de seus crônicos déficits em transações correntes. Os *treasuries* americanos passam a ser, neste sentido, instrumento de hedge contra os riscos iminentes do sistema.

Após a consolidação deste processo, que tem a desregulamentação dos mercados como variável marcante, a ampla mobilidade de capitais e os ajustes passaram a ocorrer rapidamente por meio do mercado de capitais em livre expansão. Das resultantes deste processo, duas nos parecem fundamentais, ainda que aparentemente contraditórias: uma total liberdade aos EUA em financiar seus déficits e, ao mesmo tempo, uma oportunidade de países credores líquidos acumularem uma considerável quantia de dólares (e/ou títulos americanos), resultando no aumento do poder de barganha de tais países internacionalmente. Se a administração de déficits aparentemente não era um problema ao país emissor da moeda internacional, administrar os superávits se tornou uma tarefa complexa para governos das mais variadas vertentes políticas mundo afora que, de diferentes formas, se permitiram tomar decisões relativamente mais autônomas globalmente.

Os processos diferenciados de inserção das economias abriram um leque de oportunidades e vulnerabilidades<sup>41</sup> reduzindo em graus diferenciados suas capacidades de intervenção na economia. Ainda que houvesse certa crença num pretensão equilíbrio das contas externas – onde se reduziria as vulnerabilidades históricas –, o que se viu na prática foram diversas crises cambiais e de balanço de pagamentos. Ficava evidente que o mercado de capitais seria o espaço onde as batalhas entre autoridades nacionais e agentes privados aconteceriam<sup>42</sup>.

Dois exemplos são interessantes para entender o que foi descrito: o caso do *Long Term Capital Management Fund* (LTCM) e a crise asiática. No caso do fundo LTCM, um dos protagonistas da crise financeira de 1998, a falta de regulação tornou evidente que as rápidas mudanças sistêmicas não tinham a contrapartida do arcabouço regulatório tal qual necessitavam<sup>43</sup>. Tal crise, no entanto, evidenciou uma coisa ainda mais complicada: os *brokers* (aqueles que injetavam dinheiro nos fundos) também estavam indiretamente no imbróglio e, quando da quebra do fundo, o contágio foi imediato. Com a crise de liquidez derivada do processo, a resposta foi uma subida substancial das taxas de juros, inclusive nos EUA. Se isso explicitava que os grandes bancos (comerciais ou de investimento) não mais cumpriam com

---

<sup>41</sup> Se países como Chile, Argentina e Turquia entraram precocemente na liberalização (entre 1975 e 1980) muito por conta de seus governos alinhados com os EUA, foi no fim da década de oitenta e primeira metade dos anos noventa que as demais economias emergentes latino-americanas e asiáticas foram gradualmente sendo ajustadas pela chamada “diplomacia do dólar forte” (VELAZCO e CRUZ, 2007).

<sup>42</sup> E não faltava quem encontrasse boas justificativas de que o equilíbrio viria exatamente por essa via.

<sup>43</sup> O fundo estava alavancado, quando de seu fechamento, em trinta e uma vezes. A falta de regulação, relativamente a regulação bancária, permitia que não houvesse limite aos *hedge funds* e isso já vinha ficando evidente desde 1992 quando o fundo de Soros arbitrou sobre a libra esterlina e venceu. O fundo se chamava quantum e foi responsável pela humilhação pública do *Bank of England* (Banco Central da Inglaterra) que havia tentado breçar a agressividade dos especuladores e acabou perdendo a batalha, tendo que abandonar o Sistema Monetário Europeu e ver a Libra desvalorizar abruptamente (TORRES, 2013).

suas funções creditícias convencionais – também por conta do aperto da regulação sobre estes –, mas haviam dado um jeito de ganhar (muito) dinheiro por outras vias.

As crises dos países asiáticos no fim dos anos noventa, por sua vez, servem de exemplo da agressividade da ação do mercado e do nível de vulnerabilidade aos quais os países emergentes estavam expostos. Os processos de ataque contra as moedas nacionais realizados pelos chamados Fundos de *Hedge*<sup>44</sup> davam pistas de que algo novo estava ocorrendo e que os Estados Nacionais estavam à mercê do jogo de apostas (MALLABY, 2010:201). Até então, o alto crescimento médio das economias dos países do sudeste asiático permitiam que se acreditasse que o processo de integração havia ocorrido com normalidade e sem maiores percalços (EICHENGREEN, 2000:242). Isto porque suas políticas fiscais e monetárias eram bastante equilibradas, suas balanças comerciais eram cada vez mais superavitárias por conta do aumento das exportações, não havendo, assim, aparente possibilidade de estrangulamento. Os fluxos de capitais abundavam para a região, muito por conta das baixas taxas de juros em outras partes do mundo, pesando sobre a conta corrente dos países. Não havia, porém, sinal algum de que tal questão poderia se transformar em um problema externo de grandes proporções. Em 1997 tudo mudou.

Naquele ano, alguns choques de juros e câmbio ocorreram em países como Japão e Hong Kong, ao mesmo tempo que a China entrava cada vez mais forte com seus produtos competitivos na região. Neste momento, países que até então apresentavam resultados positivos do ponto de vista macroeconômico, começaram a mostrar suas debilidades, mas nada que permitisse supor que uma crise de grandes proporções estava a caminho.

A Tailândia é o caso clássico: viu suas exportações caírem, sua moeda afetada pelos choques do entorno, enquanto a autoridade monetária local recusava-se a ajustar sua taxa de câmbio. Havia grande receio no país de que a situação se agravasse ainda mais e, ao mesmo tempo, ia ficando claro que boa parte do consumo interno estava sendo financiado diretamente por capital estrangeiro - e em dólar. O ataque contra sua moeda através de um único fundo – que vendeu e uma só vez cerca de US\$ 2 bilhões em moeda local, no mercado internacional – foi o estopim da crise. A partir de informações privilegiadas, seus gestores sabiam que o governo do país iria tentar sustentar sua moeda a qualquer custo, vendendo reservas e subindo

---

<sup>44</sup> Principalmente os Fundos de George Soros, especulador que ficou mundialmente famoso pela violência de seus ataques a moedas e países nos anos noventa.

sua taxa de juros (MALLABY, 2010:200)<sup>45</sup>. As notícias do ataque especulativo, como se poderia supor, acabou por induzir uma corrida ainda maior contra a moeda do país e as autoridades se defendiam como podiam. Domesticamente as coisas pioravam e de nada adiantou a postura assertiva do governo de tentar garantir publicamente (na mídia, inclusive) a moeda do país. A situação logo saiu do controle, o que provocou, nos meses posteriores, o esgotamento das reservas do país até, finalmente, o governo ter que entregar as cartas. O movimento especulativo do mercado havia demonstrado sua força. O ajuste, feito de forma abrupta, com todos os efeitos deletérios para a população do país, era a comprovação de que valia a pena apostar contra as economias nacionais. Com o sucesso da empreitada, outros países da região, tal como Indonésia, Coreia do Sul e Rússia, também se tornaram alvo desses fundos e foram ajustados no período.

Nos anos 2000, ficou ainda mais vez evidente como o sistema funcionava. Quando da decisão do FED em reduzir a taxa de juros americana logo após a crise da Enron<sup>46</sup> – num momento de queda da bolsa de valores e de fuga de capitais, explicitou-se a diferença entre se fazer política monetária no país emissor da moeda de referência e em um país comum. Segundo Serrano:

[...] mostrou mais uma vez que os EUA simplesmente não precisam destes fluxos de capitais externos para financiar seu déficit externo em conta corrente. O déficit externo americano continua a ser automaticamente financiado no momento em que as transações que geram este déficit são denominadas e pagas na moeda nacional americana. (SERRANO, 2004:34).

Os ataques terroristas contra o World Trade Center, em 2002, apenas confirmaram que em momentos de riscos e incerteza aguda, há sempre uma fuga de ativos internacionais. A fuga, no entanto, a despeito de os ataques terem ocorrido contra os EUA e em solo americano, deu-se “para a qualidade” e, “qualidade”, no sistema monetário internacional, significa fugir *para* o dólar, e não *do* dólar (SERRANO, 2004). Este fato, apenas confirmava o que já se sabia: independentemente de onde fosse o epicentro de uma crise, independentemente do tipo de crise, a posição do dólar como moeda internacional não encontraria contestação.

---

<sup>45</sup> Obviamente que o fundo já havia atuado na outra ponta, arbitrando a taxa e juros do país por seis meses. Todo o processo está fartamente descrito no livro de Sebastian Mallaby (2010) com a descrição das conversas da equipe de Soros (capitaneada pelo brasileiro Armínio Fraga) com as autoridades tailandesas e o nível de informação privilegiada que circulou entre as partes, prejudicando enormemente o país.

<sup>46</sup> A Enron era uma gigante do setor elétrico dos EUA, uma das maiores empresas do mundo, que faliu em 2001. As ramificações financeiras da empresa arrastaram consigo fundos de pensão e outros agentes financeiros.

### **2.1.2. O Gerenciamento das Divisas Diante das Assimetrias e Complexidades**

Nos anos 2000, com a relativa mudança das condições internacionais e o chamado “*boom* nos preços das matérias primas”, uma série de governos tomaram a decisão de centrar esforços no acúmulo de reservas internacionais em níveis recordes, como colchão anti-crise. Países exportadores de matérias primas viram seu saldo comercial dar um salto considerável, enquanto que países exportadores de manufaturas se aproveitaram da onda de crescimento econômico mundial para também auferirem superávits, tanto em conta corrente, quanto via fluxos de capitais. Era uma oportunidade de fortalecerem suas capacidades em lidar com as vulnerabilidades.

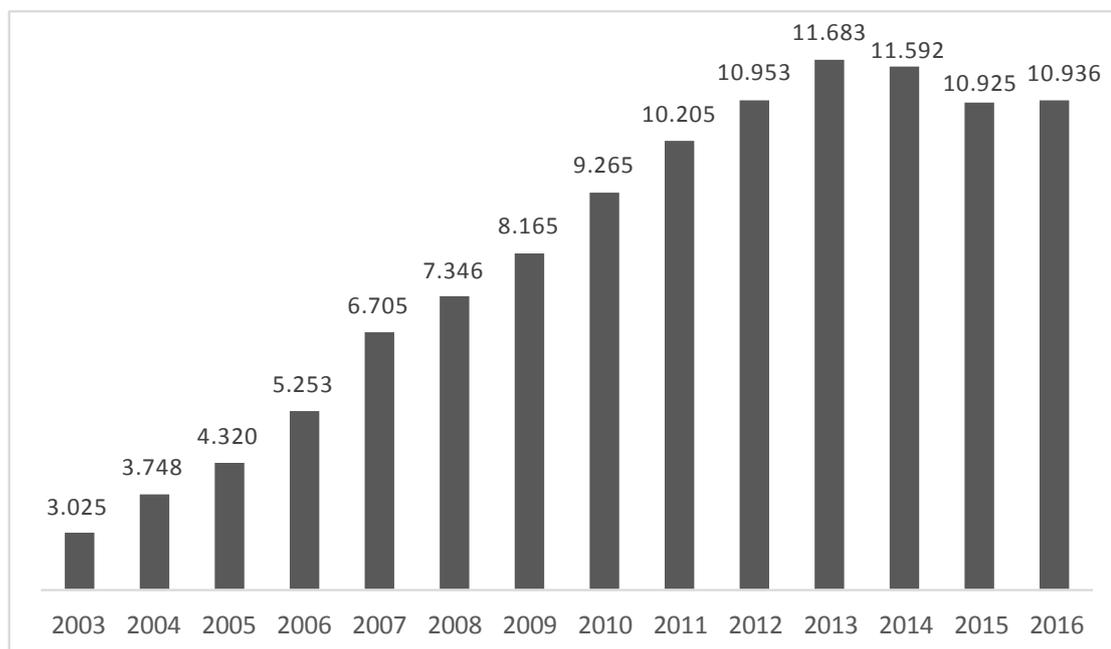
Este fenômeno, segundo nossa opinião, pode ser entendido como uma mudança na forma de administrar balanços de pagamentos e como elemento de deslocamento da relação entre países centrais e periféricos. Segundo Serrano (2015)<sup>47</sup>, uma das características mais sintomáticas dessa nova administração seria o fato de que, pela primeira vez na história, países em desenvolvimento deterem mais reservas internacionais do que países centrais, por exemplo. O Gráfico 1 evidencia o que foi dito, especialmente entre 2003 e 2013, quando as reservas internacionais saltaram de algo em torno de US\$ 3 trilhões para mais e US\$ 11 trilhões, crescimento de 286% no período.

---

<sup>47</sup> Entrevista à Revista Pepianos n.2, 2015.

## Gráfico 1 – Evolução das Reservas Internacionais, 2003-2016

(em bilhões US\$)



Fonte: World Bank Data, 2016 - Elaboração Própria.

Não há dúvida de que Reservas Internacionais como recursos para atenuar problemas externos e ataques especulativos em momentos de necessidades cumprem papel fundamental, havendo farta literatura e consenso sobre esta relação. Entretanto, entendemos que não é dada tanta atenção a outros instrumentos estatais de gerenciamento de divisas e nem o papel que cumprem para o país, que se proliferaram nos últimos vinte anos, os Fundos Soberanos de Riqueza. Apenas à título de ilustração, países como a China tiveram como um dos efeitos colaterais desse momento histórico um excesso de liquidez no mercado financeiro local e, com a necessidade de estancar o potencial inflacionário das compras de dólar, o governo chinês lançou uma política de emissão de títulos para esterilização. Como é de se esperar, se o superávit é uma constante, essa política se torna pouco sustentável no longo prazo, colocando ao governo um dilema pois, ou se reduz o acúmulo de reservas ou tenta-se criar outros instrumentos capazes de (melhor) remunerar esses ativos (ZANG e HE, 2009). Em 2007, diante deste cenário, os chineses criaram, por exemplo, o *China Investment Corporation* (CIC), um dos maiores Fundos Soberanos do mundo e com grande atuação internacional.

Todos esses instrumentos remetem a uma característica peculiar, muitas vezes esquecida nas análises mais pontuais e que se relaciona a própria trajetória de cada país, assim como suas características políticas e culturais. Ainda que as últimas décadas do Século XX tenham se

caracterizado por uma coordenação mais liberal, entende-se que “as unidades analíticas da variedade econômica, variação institucional, e coesão intra-modelos, permaneceram nacionais” (DA, COSTA 2009:4). Na mesma linha de raciocínio, os diversos arranjos instrumentais possíveis colocam a cada país o desafio de buscar os mecanismos de interação que estão vinculados as características e de decisões de política econômica. Os FSR seriam, neste sentido, nada mais que criações que partem de cada realidade particular e tem propósitos distintos, de acordo, inclusive, com o que cada Estado almeja no jogo de poder internacional.

## **2.2 O Petróleo e Sua Importância Sistêmica**

Neste item, conforme explicitado no início do capítulo buscaremos nos debruçar sobre uma mercadoria central de todo o processo de consolidação do dólar, de ajustamento dos demais países e, principalmente, da principal fonte de recursos dos Fundos Soberanos: o Petróleo. No que se refere ao sistema monetário e financeiro internacional do Século XX, o Petróleo talvez perca em importância apenas para a própria moeda americana. Compreender sua relevância e sua forma de precificação, fundamentais para a própria consolidação do dólar, vai muito além de uma mera convergência entre oferta e demanda, preços de mercado e sua posição como principal combustível das forças armadas. Ter sido fundamental para a matriz de transportes e ter seu uso difundido em diversas cadeias produtivas durante o Século XX, o coloca em posição singular dentre as matérias-primas.

Ter a supremacia sobre seu mercado mundial foi, e continua sendo, uma questão estratégica para o país que queira ter uma posição hegemônica. Da mesma forma, controlar acesso e controle sobre as principais fontes, transporte seguro e refino foram decisões de Estado, em períodos de paz ou guerra (YERGIN, 2012) e deram contribuição decisiva na consolidação do padrão dólar-flexível.

O potencial de geração de divisas por parte dos produtores e exportadores de óleo se torna questão crucial para diversos países. Para o seleto grupo dos exportadores, as receitas foram e são estratégicas para a flexibilização das restrições à própria capacidade de importação, além de aliviar o problema de estrangulamento externo. Gerir o excedente de divisas, no

entanto, é parte das decisões políticas dos governantes<sup>48</sup> sendo, portanto, imprescindível que se explore de forma mais aprofundada esta relação para uma melhor compreensão da questão.

A vitória dos Aliados, liderados pelos EUA, na II Guerra Mundial, os mantinha na condição de maiores produtores de petróleo do mundo. Esta foi a realidade do mercado até o início dos anos 60, quando das novas descobertas no Oriente Médio, em especial na Arábia Saudita. A história do petróleo no pós-45 perpassa, inevitavelmente, à relação construída entre estes dois atores: os Estados Unidos, como um dos grandes produtores e o maior consumidor, e a Arábia Saudita, como grande produtora e detentora das melhores reservas (não somente pela quantidade e qualidade do óleo ali extraído, mas também por sua acessibilidade).

Nas décadas de 1960 e 1970, a organização do mercado mundial petrolífero foi fortemente impactada pelo fim do padrão de paridade fixa estabelecido em Bretton Woods. Isso porque a flexibilização cambial teve efeitos diretos na forma como o mercado internacional do petróleo se organizava, uma vez que a longevidade dos prazos de maturação dos investimentos, típicos desta indústria, não coincidia com a lógica flexível dos preços. Ao mesmo tempo, a continuidade do funcionamento do mercado teve importância primária para Arábia Saudita e Estados Unidos, que dele dependiam e podiam tirar maior proveito quando em pleno funcionamento. A lógica por trás da estreita relação entre o dólar, o Petróleo e a presença militar norte-americana no Oriente Médio, reside neste fato. Por sua vez, a precificação do produto (em dólares), nos mercados financeiros de Nova Iorque e Londres mostrou que a batalha seria também travada na esfera financeira (além da esfera militar).

Os preços internacionais refletem bem o período e permitem visualizar a importância da mercadoria para exportadores e importadores. Os dois choques de preços (1973 e 1979) ocorreram após um longo período de relativa estabilidade e, não coincidentemente, imediatamente após o fim da conversibilidade. Os preços internacionais só arrefeceram, de fato, no início da década de oitenta e assim permaneceram até os últimos anos do decênio de 1990, quando choques e crises internacionais voltaram a ocorrer. Do fim dos anos noventa até a crise de 2008, os preços apresentaram um movimento peculiar com uma alta constante e exponencial entre 2002 e 2008. A crise gerou uma queda expressiva em 2009, rapidamente recuperada em 2010, atingindo a máxima histórica em 2012<sup>49</sup> (GRÁFICO 2).

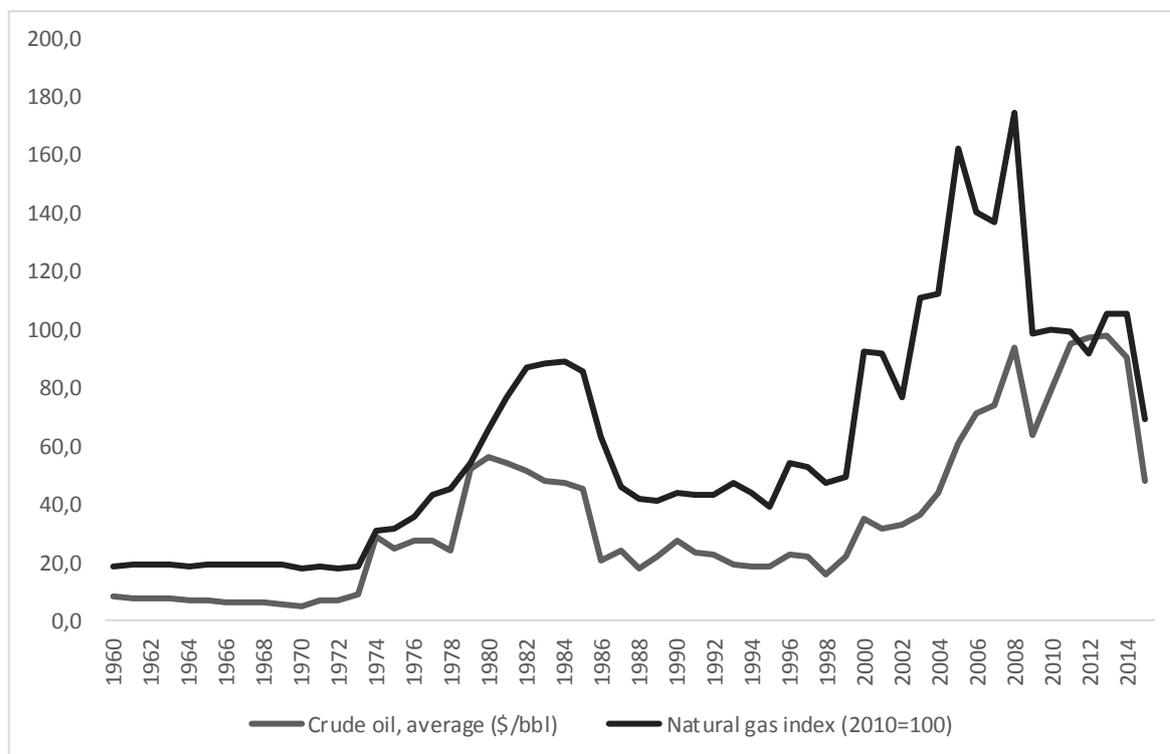
---

<sup>48</sup> E, em alguns casos, de interesse das elites locais (GORDON e MONK, 2011)

<sup>49</sup> Desde então, os preços caíram, fechando 2015 em US\$ 50 o barril. O gás apresentou trajetória similar mas com picos de quase US\$ 180 (em 2008 atingiu US\$ 174,5) e após a queda no pós-crise, seu valor voltou a colar no preço do Petróleo.

## Gráfico 2 – Evolução dos Preços Internacionais de Petróleo e do Gás, 1960-2015

(Em US\$, preços reais)



Fonte: World Bank Commodity Price Data, 2016 - Elaboração Própria.

Países exportadores beneficiaram-se enormemente nos períodos de alta e, administrar os superávits em dólar, tornou-se uma obrigação. Os árabes, em particular, foram os primeiros a buscar mecanismos de gestão, com o próprio auxílio dos países centrais e através da própria relação estabelecida anteriormente -fosse por colonialismo, proteção ou outras relações com as potências hegemônicas. Os superávits dos anos cinquenta aos oitenta foram, inclusive, parte do ordenamento e do processo de consolidação da moeda americana, sendo o mercado de petrodólares londrinos fundamentais, tanto para o ajustamento das demais economias, como para gerar fundos incipientes para os países exportadores, sob a égide norte-americana e britânica (MONK & DIXON, 2011).

### 2.2.1 O Mercado Petrolífero: Precificação e Ordenamento

Diante dos fatos elencados, alguns autores se debruçaram a entender a contribuição do Petróleo para a consolidação da ordem vigente. Neste sentido, o trabalho de Engdahl (2004) - e a periodização por ele utilizada - exerceu imediata influência sobre diversas leituras realistas

sobre o tema, enquanto Torres (2005), realizou um esforço em entender o ordenamento do mercado petrolífero através das rupturas da própria ordem mundial do pós-guerra e das décadas subsequentes.

A proposta de periodização de Engdahl (2004), a partir da ótica da política externa norte-americana desde 1945, distingue três momentos, os quais denominou de *American Century*:

- O período entre 1945 a 1971, cuja principal transformação teria sido a ruptura do Sistema de *Bretton Woods*;
- O período entre 1971 a 1999, em que se construiu os alicerces de um Sistema Financeiro ancorado nos petrodólares e;
- De 1999 em diante, no qual a hegemonia do dólar passaria a refletir-se na precificação do petróleo e segurança direta e imediata das reservas do Oriente Médio.

Os dois primeiros períodos, principalmente, trazem contribuições interessantes para a discussão do papel do petróleo no ordenamento sistêmico. A ruptura do sistema de *Bretton Woods* e a imediata desvalorização do dólar (flexibilização cambial), combinados à pressão da onda nacionalista, impôs o fim do ordenamento de preços do mercado de petróleo, até então dominado pelas *Big Oil Companies*. Os Estados produtores passariam, a partir de então, a insistir por maior participação nas rendas do mercado, sendo o período de 1971 a 1999 caracterizado pela tentativa de construção da chamada *Petrodollar Monetary Order*, através de um processo de reciclagem de petrodólares. Neste processo se combinavam, por um lado, a centralidade do dólar e sua âncora no petróleo, por outro, a capacidade de internacionalização da dívida pública norte-americana. Tais fatores se materializam no excesso de dólares oriundos dos choques do petróleo de 1973 e 1979, que se deslocaram para bancos norte-americanos e londrinos offshore em troca de títulos de dívida pública e, em seguida, foram repassados a países subdesenvolvidos - a taxas de juros flexíveis.

À medida que os Estados e bancos atracaram-se aos títulos de dívida público norte-americanos como reserva de valor, o processo de reciclagem de petrodólares ia garantindo maior profundidade e centralidade ao dólar. Pivô na hierarquia monetária internacional, os Estados Unidos puderam, com isso, se endividar cada vez mais intensamente ao longo das décadas seguintes, conforme já explicitado previamente.

Nesta linha de argumentação, é comum a autores “realistas” a noção de que os principais pilares à centralidade do dólar como unidade de reserva internacional consistam em dois

fatores: primeiramente, em sua capacidade de precificação do petróleo e seus derivados; em seguida, à capacidade militar do Estado norte-americano em garantir sua segurança nacional. Este arranjo econômico-militar seria um elemento a mais para garantir aos EUA uma capacidade de manter-se em posição endividada frente o resto do mundo; ao mesmo tempo, permitiria também a sobrevivência da estrutura produtiva norte-americana e sua máquina de guerra.

O esforço de Torres (2005), por sua vez, propõe também uma periodização, tendo neste caso como eixo os distintos padrões de ordenamento do mercado internacional no pós- II GM. Neste sentido, o autor parte de três distintos momentos:

- O primeiro, que se estende de 1945 até 1973 e caracteriza-se não só pela consolidação da hegemonia americana no Oriente Médio, mas também pela liderança de mercado das grandes petroleiras dos EUA;
- O segundo, entre 1973 a 1985, que teria se iniciado com a primeira Crise do Petróleo, ou seja, pela ruptura da ordem existente por quase três décadas e;
- O terceiro, a partir de 1985, que teria sido marcado por um ordenamento e precificação do mercado internacional de petróleo baseado no processo de “financeirização” mundial.

Entre 1945 e 1973, a estabilidade esteve baseada em um rápido crescimento da oferta do produto e na montagem de uma estrutura produtiva que garantisse elevada capacidade ociosa do mercado, ainda que a *Hydrocarbon Society* estivesse em pleno movimento de expansão. O Oriente Médio ganhou importância progressiva como grande exportador, de especial importância à reconstrução da Europa, e também como “ofertante de última instância”, mais precisamente ao longo dos anos 1960. A Guerra do Yom Kippur, 1973 (a quarta guerra árabe-israelense) foi um marco fundamental do fim do período. Foi aí, então, que os países árabes resolveram, enfim, usar o petróleo como arma direta contra os EUA – a “bomba petróleo” era colocada em ação, e o embargo era a arma da vez.

Inicia-se, assim, o que se denomina como o segundo período da geopolítica americana no pós-guerra, período que se estende de 1973 a 1985, e é caracterizado essencialmente pela instabilidade – marca do período de destruição criativa de um sistema financeiro internacional. De essencial, o abandono dos princípios do Sistema de *Bretton Woods*, ainda que tenha gerado incertezas, não implicou na crise terminal do dólar; ao contrário, foi representativo de seu retorno, fortalecido à condição de padrão monetário internacional.

No início da década de 1980, a demanda de petróleo havia se debilitado sensivelmente por dois motivos: o choque de juros provocado por Paul Volcker (em 1979) e melhoras tecnológicas quanto à capacidade de preservação de energia. A oferta, por sua vez, se ampliara e diversificara geograficamente, especialmente a partir das produções no Alasca, Mar do Norte e União Soviética. Os insucessos de acordos dentro da própria OPEP, neste momento, culminaram na mudança radical da estratégia de precificação do petróleo saudita, alinhando-os aos interesses americanos, com a decisão de abandonar os contratos de longo prazo e a adotar princípios praticados no mercado à vista, segundo o modelo de *netback pricing*<sup>50</sup>.

Inicia-se aí o terceiro momento, caracterizado por lento crescimento da demanda por petróleo, capacidade ociosa relativamente restrita (mas concentrada na Arábia Saudita), preços administrados e presença militar direta dos Estados Unidos no Oriente Médio. A partir dos sauditas, todos os demais produtores, foram enquadrados à nova ordenação do mercado de petróleo. É dentro deste contexto que as medidas do governo Reagan contra a URSS, na intenção de dismantelar de vez o poderio soviético, tiveram no petróleo a principal arma de estrangulamento externo. As dependências dos dólares oriundos do petróleo cessaram rapidamente e, tanto as importações, quanto o financiamento externo soviético, foram fortemente abalados, até ruir por completo em 1989.

Todos esses elementos nos parecem importantes para adentrar a discussão sobre Fundos Soberanos no Capítulo 3, uma vez que, não só a grande maioria dos FSR até o início dos anos noventa teriam surgido a partir do petróleo, mas também sendo a maior parte deles, até os dias de hoje, oriundos de óleo e gás. Outros Estados exportadores de matérias primas (principalmente minerais) também criaram seus fundos e serão analisados mais adiante. Outro fator que se importante se refere às mudanças monetárias e financeiras das últimas décadas, seus impactos nas fontes desses fundos e como houve uma rápida adaptação destes à realidade do mercado.

---

<sup>50</sup> “*Netback pricing* refere-se a um sistema em que o preço de oferta de um bem é estabelecido com base em seu preço de demanda final menos uma margem que remunere os custos ao longo da cadeia” (TORRES, 2013:5)

### **Capítulo 3 – Capacidades Estatais na Globalização: a Expansão dos Fundos Geograficamente e a Necessidade de Interação com os Mercados**

Pode-se dizer que os Fundos Soberanos são subprodutos da ordem sistêmica, do papel da moeda-chave, do déficit americano e dos preços internacionais das matérias-primas – precificadas em dólar. Há, no entanto, uma particularidade pouco explorada por estudiosos dos fundos em geral e já ensaiada nas linhas anteriores: para além de meros investidores institucionais – como comumente tratados –, tais fundos poderiam ser encarados, na nossa visão, como possíveis meios de se criar *expertise* na burocracia do Estado a partir do aprofundamento e alargamento financeiro em âmbito global.

Entende-se que acompanhar a dinâmica e rapidez do mercado e seus instrumentos financeiros de securitização, derivativos, etc., não é tarefa simples para Estados Nacionais e suas burocracias. Parte-se do pressuposto, portanto, que os fundos podem cumprir este papel ao interagir, conhecer os meandros, ter informações e desenvolver conhecimento acerca do funcionamento do mercado, das diferentes realidades dos países onde investem, mas tudo isso a partir de uma necessidade relacionada a fatores domésticos. Em outras palavras, Fundos Soberanos de Riqueza podem ser entendidos como uma espécie de capacidade estatal, que derivam das próprias características institucionais (políticas, sociais e históricas) de cada país e tem seus objetivos condicionados às suas vulnerabilidades, atuando por dentro do mercado financeiro internacional.

De forma geral, os Fundos Soberanos de Riqueza são mecanismos para reinvestir os excedentes em moeda estrangeira, sem que o Estado esteja amarrado às responsabilidades e custos das reservas internacionais. Uma série de questões de cunho econômico, político, das relações internacionais e das demais áreas que compõe o campo da Economia Política Internacional dão elementos para que se desenvolva uma análise qualitativa, tal qual se propõe. Importante frisar, porém, que a maioria das análises sobre FSR no Brasil (SIAS, 2008; RINALDI, 2010), parte de um viés mais descritivo – o que, obviamente, traz elementos e

insumos para este trabalho – e, mesmo no exterior, os trabalhos ora atentam para as questões mais econômicas como investimentos, portfólios e retornos (KERN, 2009), ora à perspectiva política e de como atores estatais influenciam no mercado privado, apontando ainda para suas implicações (KIRSHNER, 2009).

A infértil discussão a respeito das “*policy reasons*” por detrás da atuação, no entanto, se dará menos pelas razões já exploradas e mais através do foco da hipótese aqui levantada: seja com propósitos defensivos, seja pelos mais ofensivos, os Estados, através desses instrumentos tendem a criar espaços de interação com o mercado financeiro internacional. Como dito no início, tendo em vista que cada Estado o faz de uma forma específica, o desenvolvimento da *expertise* se dá como meio e não como fim da estratégia. Ainda assim, se a *expertise* leva a uma diversificação e um maior conhecimento de diferentes mercados, pode também ser fim. A causalidade, portanto, pode ser dupla, a depender do país e do Fundo analisado. Ademais, num mundo em que as antigas relações produtivas foram gradualmente sendo substituídas por relações financeiras, o Estado não tardaria a entrar com força no jogo (COHEN, 1986 apud, MONK, 2008) e, sendo assim, os FSR talvez sejam apenas um sinal de uma nova etapa do desenvolvimento capitalista, onde os Estados Nacionais estejam buscando se engendrar nas rápidas mudanças internacionais.

Importante salientar que os FSR são instrumentos híbridos, ou seja, são estatais por definição, mas vivem e se desenvolvem no ambiente do mercado e, por conta disso, não podem ser entendidos através de uma visão binária em que Política e Economia são universos autônomos<sup>51</sup>. Desta forma, compartilhamos a visão de que tais fundos são produtos do processo de globalização do capital e se tornaram constitutivos do jogo financeiro internacional, sendo que, qualquer premissa de que questões políticas pertençam unicamente aos Estados e que questões econômicas se relacionam apenas com a iniciativa privada, são inúteis para a compreensão do que se busca analisar.

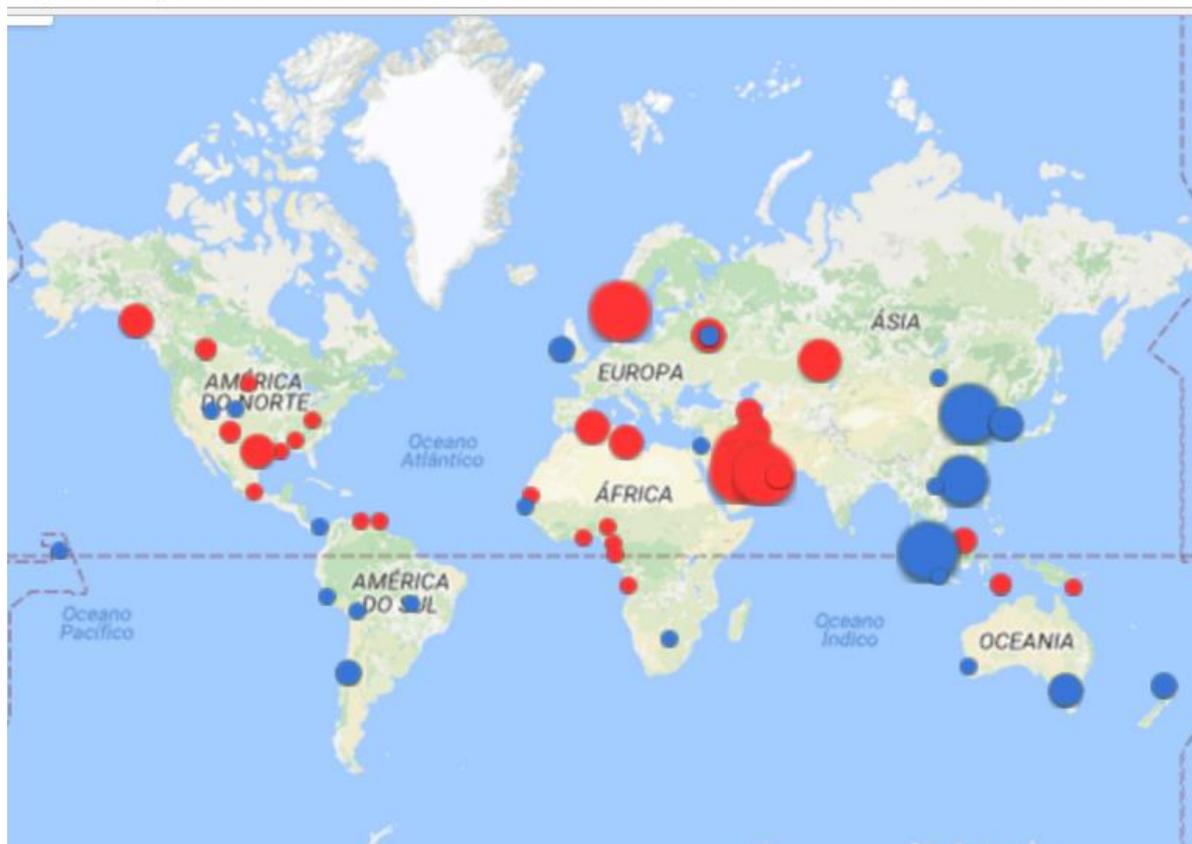
Dito isso, cabe aqui frisar que, apesar dos FRS não serem recentes, entendemos que não se explorou suficientemente nem a explosão geográfica tal qual ocorreu desde meados dos anos noventa, nem as razões por detrás da decisão de cada país ter criado tal aparato como uma forma

---

<sup>51</sup> Entende-se que seria impossível analisá-los partindo de uma ideia simplista de constante rivalidade e oposição entre ambas pois induziria a percepção de que a maximização de poder só poderia se dar dentro dessa lógica, isto é, em termos relativos: quando aumenta o poder de um, se reduz o do outro.

desenvolver capacidades que não detém. O mapa abaixo permite visualizar a presença dos Fundos Soberanos por todas as regiões do mundo, assim como seus tamanhos relativos.

**Mapa 1 – Distribuição dos Fundos Soberanos pelo Mundo, 2016**



\*Bolas vermelhas são fundos atrelados a Petróleo e Gás e bolas azuis são os demais fundos.

Fonte: SWFI, 2016 – Elaboração Própria.

Diferentemente das reservas internacionais, que normalmente são gerenciadas pelo Banco Central dos países, os Fundos Soberanos podem estar ou não sob a alçada da autoridade monetária. Isto significa que existem outros aparatos estatais que podem gerenciar esses fundos, o que coloca outros ministérios, bancos públicos, entre outros órgãos governamentais como potenciais gestores. O que se quer dizer com isso é que estas burocracias, ao terem um Fundo Soberano como instrumento, poderiam desenvolver algum tipo de atuação para conter apreciações bruscas da moeda doméstica ou mesmo taxar capitais estrangeiros, etc., havendo assim maior controle e conhecimento por parte de governos sobre o mercado de capitais.

Não obstante, não restam dúvidas de que, dentre os elementos da onda pós globalização financeira, está uma associação direta com dois movimentos globais: crises nos balanços de pagamentos e *boom* dos preços das commodities (GRIFFITH-JONES e OCAMPO, 2008). Se por um lado tais fatores condicionaram a aparição, crescimento e proliferação dos Fundos, por outro são também delimitadores de suas estratégias de investimentos.

Outro componente que deve ser levado em conta é o lado fiscal das economias. Existem casos onde os fundos são utilizados para cobrir eventuais déficits. Dentre eles, podemos citar dois principais: países que eventualmente taxem pouco seus contribuintes e/ou que tenham suas receitas atreladas enormemente a recursos oriundos de commodities<sup>52</sup>; governos que atrelaram seus gastos às receitas de royalties e que passam por graves crises quando da queda brusca nos preços. A necessidade de se criar estabilizadores macroeconômicos, anticíclicos cambiais, etc., advém dessas vulnerabilidades e, portanto, mostra-se como fundamental a clara distinção entre a importância de tais recursos, seus usos e objetivos.

Em termos práticos, deve-se reconhecer – também por razões pragmáticas dos limites existentes – certa restrição do ponto de vista quantitativo na pesquisa aqui apresentada. A maior parte dos dados agregados à disposição<sup>53</sup> pertencem ao *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI) e, portanto, quando da análise dos números, o que o Instituto considerar como Fundo Soberano de Riqueza será, de alguma forma, aqui referendado. Se é verdade que do ponto de vista quantitativo pode haver algum impacto na pesquisa, do ponto de vista qualitativo, terá menor importância pois, sendo a essência de nossa pesquisa mais qualitativa que quantitativa, os casos a serem analisados individualmente podem trazer alguns elementos para apontar indícios do que colocou como hipótese central.

### **3.1 Definição de Fundos Soberanos de Riqueza**

Um fator complicador da escolha dos Fundos Soberanos de Riqueza como objeto de pesquisa reside no fato de que suas definições encontradas na literatura são um tanto controversas. Isto porque os fundos são essencialmente diferentes entre si em “quase” tudo: da

---

<sup>52</sup> Tais mecanismos não são, necessariamente, tão novos como se supõe. Lewis (1978), analisando o sistema colonial inglês citava a existência de fundos coloniais com o intuito de estabilizar economias exportadoras de matérias primas (administrados desde Londres) sendo a estabilização de interesse tanto das colônias como da própria Inglaterra, ordenadora sistêmica à época.

<sup>53</sup> Existe a opção de se pagar uma anuidade de US\$ 13 mil anuais, o que não foi possível de ser empreendido por questões orçamentárias.

fonte de recursos aos objetivos; da forma de governança à transparência. Portanto, para que se logre estabelecer uma definição básica, se terá que percorrer por algumas noções já existentes (ou elementos que permitam, via exclusão, compreender o que não podem ser considerados FSR) para que, por fim, se consiga estabelecer uma que esteja a contento.

A “denominação” de “Fundos Soberanos de Riqueza” foi cunhada por Andrew Rozanov, um analista financeiro preocupado com o crescimento desses fundos de origem estatal por dentro do mercado, em 2005. Em artigo no “*Central Banking Journal*”<sup>54</sup>, intitulado “*Who holds the wealth of nations?*”, alegava que os bancos centrais estavam atuando mais como gestores de riqueza do que garantindo suas próprias moedas, indo, portanto, muito além do que o analista considerava que deveria estar sob suas alçadas. Não por acaso, o ano de 2005 era parte de um período chave para a geração de superávits pois, tanto os preços das matérias primas continuavam a subir (e de forma mais rápida que nos anos anteriores), quanto os países exportadores de manufaturas cresciam a níveis superiores aos que estavam acostumados – muitos deles através de uma estratégia *export-led*.

Segundo Rozanov (2005):

Recent years have witnessed spectacular growth in official sector assets all over the world. The most visible and talked about growth has been in central bank reserves, especially in Asia. However, increasingly, a different type of public-sector player has started to register on the radar screen - we shall refer to them as sovereign wealth managers. These are neither traditional public-pension funds nor reserve assets supporting national currencies, but a different type of entity altogether; and the first half of the article offers a short guide to this emerging group. However, as is discussed later in the article, the line separating sovereign wealth managers and central bank reserve assets is starting to blur (ROZANOV, 2005:1).

Ainda que o autor não tenha sido capaz de dar um contorno exato ao que ele denominava como “Fundos Soberanos de Riqueza” – e que até hoje não haja uma definição exata para defini-los - é ponto pacífico que existam três questões básicas a partir das quais podemos iniciar uma delimitação destes (COHEN, 2008):

- São estatais;
- Não têm dívidas significativas e;
- São gerenciados separadamente das reservas internacionais de cada país.

---

<sup>54</sup> Ver mais em Rozanov, 2005.

Podemos afirmar que, se por um lado não existem consensos quanto à definição do termo, por outro encontramos algumas concordâncias no que se refere aos riscos de defini-los, principalmente quando comparados às reservas internacionais. As reservas, se constituem de ativos líquidos por excelência, enquanto os fundos, realizam investimentos de mais longo prazo (em sua maioria), mas que têm retornos que compensam os riscos. Ainda no sentido das controversas definições e de suas muitas conformações possíveis, o Fundo Monetário Internacional (FMI), no auge da discussão sobre o papel desses fundos (entre 2007 e 2009), identificou inicialmente cinco tipos diferentes de FSR:

- 1) Fundos voltados à estabilização por conta da variação dos preços internacionais das *commodities* e conseqüentemente seus impactos sobre o orçamento e a economia domésticas;
- 2) Fundos que cumprissem papel mais inter-geracional e que visassem fazer com que a riqueza presente também se tornasse riqueza futura - além de dificultar a existência de doença holandesa em países de PIB dependente de alguma matéria-prima;
- 3) Fundos provenientes de reservas internacionais, ou seja, que cumprissem o papel de reinvesti-las;
- 4) Fundos de desenvolvimento que teriam o papel de instrumento indutor do desenvolvimento doméstico e;
- 5) Fundos contingenciais, os quais buscariam dar reforço nos balanços dos governos, caso necessário.

Importante lembrar aqui que Fundos Soberanos geralmente possuem mais de uma das funções destacadas acima, sendo tais objetivos declarados ou ocultos – afinal, como já apontado anteriormente, seu uso e transparência dependem de uma série de fatores políticos e econômicos.

Segundo Rinaldi (2010), o principal problema para uma definição do papel que cumpririam Fundos Soberanos, seria relativo ao fato de que existem diversos outros ativos externos, fundos públicos com objetivos distintos (fundos de estabilização, fundos de pensão etc.) assim como empresas estatais com atuação no exterior, além das próprias reservas. Ademais, haveria a peculiaridade de que as esferas de atuação dos fundos se confundem com alguns desses entes. Certos fundos recebem recursos que eram parte das reservas, por exemplo, enquanto outros atuam como garantidor de riqueza futura, similar ao papel desempenhado pelos

fundos de pensão – o que tornaria complexo circunscreve-los. Sendo assim, podemos dizer que definições mais abrangentes podem ser mais apropriadas uma vez que garantem um grau de generalidade e distância, permitindo trabalhar os fundos como coletivo de instituições.

Outra definição de tal natureza é proposta pelo *International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)*, grupo de trabalho criado dentro do FMI no momento no qual os fundos estavam no centro das atenções em virtude da crise financeira internacional 2008/9. Segundo o IWG, haveriam três elementos estruturantes que caracterizariam um fundo:

- Pertencer ao governo em geral (o que inclui tanto aqueles fundos de países, quanto no âmbito sub-nacional como unidades da federação, etc.);
- Suas aplicações estarem (prioritariamente) em ativos financeiros externos, o que excluiria os fundos que apenas investem em ativos domésticos para estimular a economia e;
- Possuir objetivos financeiros e/ou macroeconômico.

A gestão de uma parte dos ativos pode ser pública ou privada, sendo que a gestão pública seria vantajosa, segundo a perspectiva adotada neste trabalho, por distintos fatores. Aglietta (2013), traz exemplos concretos de atuação, gestão e objetivos de um fundo soberano, no caso, o *China Investment Corporation (CIC)*, ilustrando o que se elencou nas linhas acima:

There are different types of sovereign wealth funds depending on the nature of the resources that are transferred to them. Investment strategies depend on those liabilities. Some SWFs are only foreign exchange reserve funds set up for stabilization purpose. They play the part of stabilization departments of central banks. They submit to liquidity constraints. Others like China Investment Corporation (CIC) get their resources from excess FX reserves. The stabilization function of the currency is done by the SAFE (foreign exchange department of The Peoples Bank of China). CIC has the mission to invest mainly abroad and to take risk in order to get higher return than a stabilization fund. It is interesting to observe how the CIC has reacted to the financial crisis. (AGLIETTA, 2013:6).

Diante dessas descrições, os objetivos, ao criar um aparato desta natureza, podem ser os mais diversos, existindo aqueles países que têm fundos com mais de um objetivo ou países que tem mais de um fundo - ou desmembraram seu fundo em mais de um, nos anos recentes - cada um com um objetivo específico. A tipologia abaixo permite enxergar os possíveis objetivos declarados dos FSR:

**Tabela 3 – Objetivos Possíveis de um Fundos Soberanos de Riqueza**

<b>Poupança Intergeracional</b>	Buscam transformar a riqueza presente (finita) em riqueza futura. Tem, portanto, um caráter claramente inter-geracional e estão, normalmente, associados a países exportadores de commodities, refletindo a dificuldade de diversificação produtiva. Cabe ressaltar que nem todos os fundos tem a mesma regra para a utilização do recurso.
<b>Estabilização</b>	Esterilizar o impacto inflacionário dos fluxos cambiais e a volatilidade dos preços das matérias primas e seus impactos no lado fiscal - para exportadores - demandam que os fundos esterilizem seu impacto. O caráter desse objetivo tem viés mais defensivo.
<b>Financiamento</b>	Assim como o fundo que visa o objetivo acima (estabilização), este também foca na estabilização intertemporal. Além de tal semelhança, ambos também seriam defensivos, uma vez que tem como objetivo preservar os superávits (fiscais, comerciais e reservas) de flutuações cíclicas e choques de preços. A diferença é que os fundos que tem propósito de financiamento, o utilizam de forma esporádica, apenas em momentos de maior necessidade, quando há uma queda muito grande na arrecadação do Estado e é preciso se financiar déficits.
<b>Diversificação de Carteira de Ativos</b>	Este objetivo só pode ser entendido quando se está em uma situação em que as reservas superam amplamente os níveis tidos como necessários para cumprir com suas obrigações de liquidez. Se relaciona diretamente com o portfólio do fundo e da possibilidade de maiores retornos por conta de alguma mudança conjuntural.
<b>Desenvolvimento</b>	Este objetivo, normalmente, está atrelados mais a fatores domésticos do que externos, no sentido de direcionar a poupança para investimentos internos de longo prazo. No entanto, isso não exclui que esses fundos também atuem no exterior pois, como dito, os fundos têm normalmente múltiplos objetivos.
<b>Estratégico</b>	O termo estratégico pode trazer ambiguidades. No entanto, de forma geral esse objetivo pode se dar de duas maneiras: países com vistas a adquirir posições acionárias em empresas consideradas estratégicas (nem sempre estão atrelados a retornos financeiros diretos) e; busca de projeção geopolítica via políticas de expansão, se utilizando dos fundos como instrumento. Talvez seja o objetivo mais "subjeto" dentre todos.

Fonte: Rinaldi, 2010 - Elaboração própria.

Há ainda um elemento importante que, mesmo que não seja objeto central desse trabalho, irá perpassá-lo quando da discussão sobre a legitimidade dos fundos internacionalmente: a regulação internacional. O processo regulatório da atividade desses fundos encontrou diversos obstáculos em sua construção ao longo dos últimos anos, uma vez que a dificuldade de estabelecer elementos norteadores comuns – capazes de resguardar interesses soberanos de países receptores – sempre esteve presente.

A necessidade de uma regulação internacional para seus investimentos vem sendo discutida em diversos fóruns, no âmbito do FMI e da OCDE, assim como, mais recentemente, nos Fóruns do G-20, sendo tema de controvérsias a nível internacional. É certo que avanços importantes ocorreram com os chamados “Princípios de Santiago” (2008), porém a discussão

ainda permanece em pauta, ainda que de forma menos enfática do que há alguns anos. Apenas para delinear os principais pontos – em linhas gerais –, os Princípios de Santiago partem dos seguintes pressupostos (IWG, 2008):

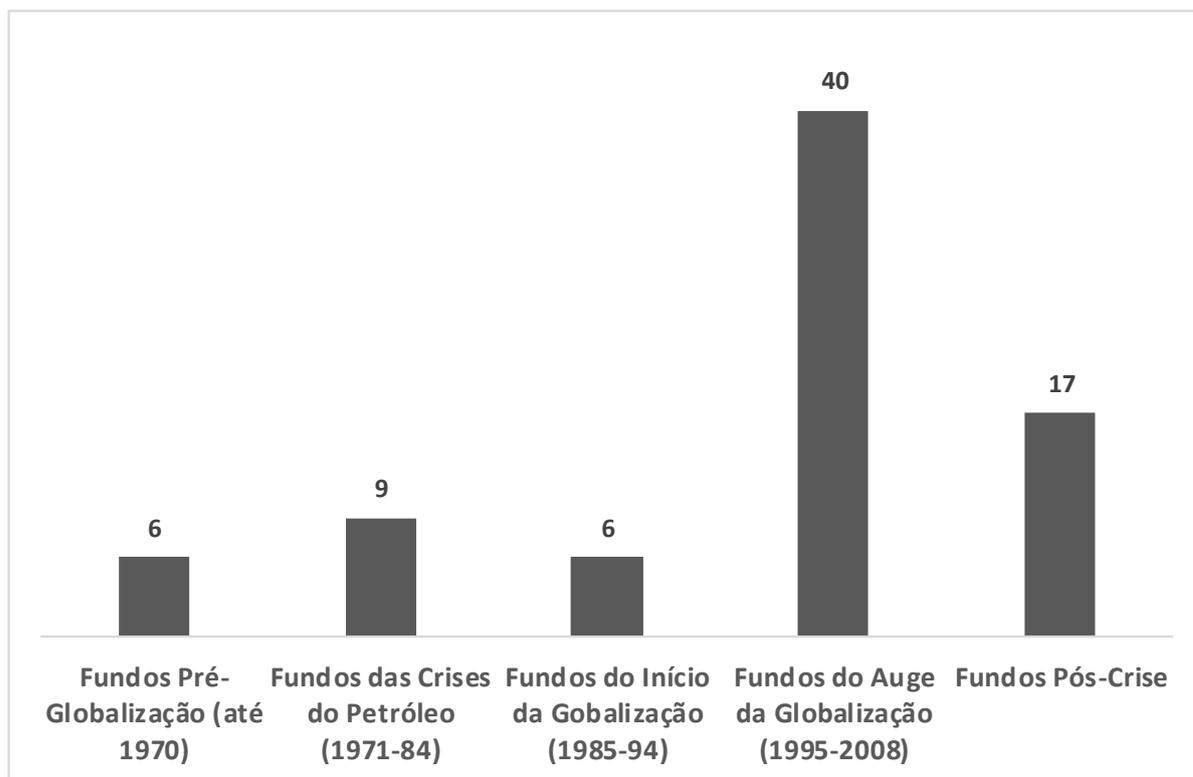
- Os FSR devem contribuir para a manutenção da estabilidade sistêmica a nível global, do livre fluxo livre de capital e do investimento;
- Devem atender e cumprir às exigências estabelecidas nos países onde se investe;
- O investimento de ter como base os riscos financeiros e econômicos tal qual os outros agentes do mercado e;
- Manter uma estrutura de governança sólida e transparente, com controles operacionais adequados, gestão de riscos e prestação de contas.

### **3.2. Breve Cronologia e Panorama Geral**

Após pontuarmos a problematização referente aos Fundos Soberanos, propomos agora desenvolver um breve resgate histórico, considerando, para tanto, o uso de um recorte que nos permita enxergar as semelhanças e diferenças dos fundos criados em diferentes épocas. Dentre as periodizações possíveis, elegeu-se neste trabalho construir uma que separe os fundos por períodos que tenham relação com determinadas especificidades sistêmicas e com o processo de globalização financeira desde seus primórdios. Considerando tais questões, a separação aqui proposta divide-se da seguinte maneira:

- Fundos criados na era pré-globalização, até a década de 1970;
- Fundos criados no período que engloba as crises do petróleo, entre 1971 e 1984;
- Fundos do início da globalização, entre 1985 e 1994;
- Fundos do Auge da Globalização, entre 1995 e 2008 e;
- Fundos Pós-auge, criados entre 2009 e os dias atuais.

**Gráfico 3 – Criação de Fundos Soberanos de Riqueza, por Período Histórico**

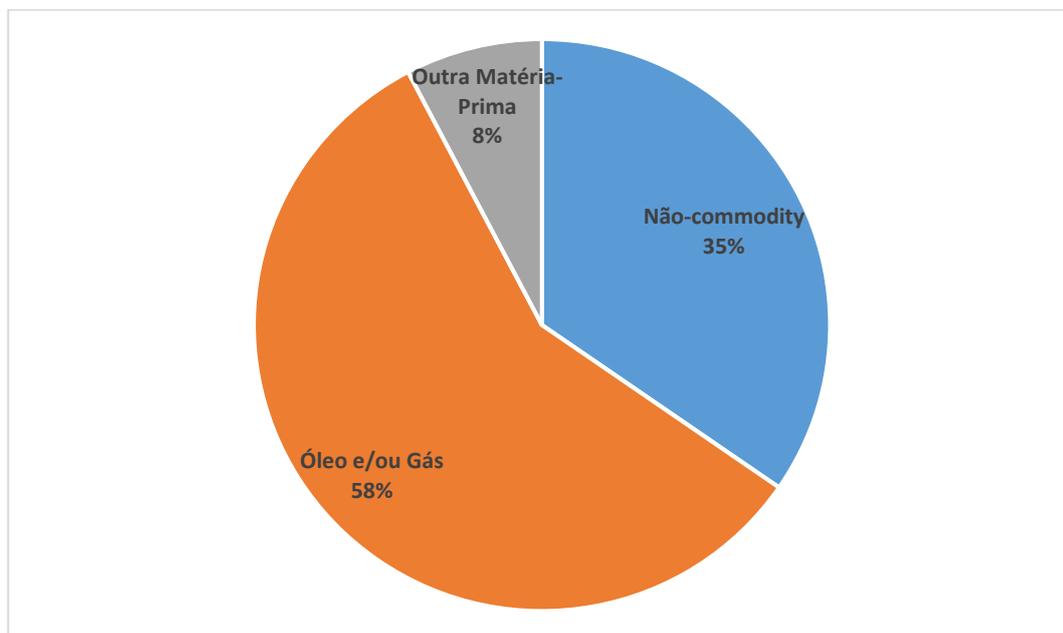


Fonte: SWFI, 2016 - Elaboração própria.

Quando deste recorte, fica evidente que nos dois últimos períodos houve uma criação de FSR sem precedentes. Importante salientar que não se trata apenas do volume de recursos movimentados ou de meras reproduções de fundos como os já existentes, mas de uma diversidade de formas institucionais. Como se verá adiante, desenvolveram-se fundos em diversos países centrais e emergentes, e não apenas em países aleatórios e exportadores de matérias primas como anteriormente.

Segundo o *Sovereign Wealth Funds Institute* (SWFI, 2016), existiam 78 fundos no mundo, espalhados por 52 países, em 2016. Destes fundos, a grande maioria tem seus recursos oriundos das exportações de Petróleo ou outras matérias-primas, mas, principalmente no período do auge da globalização e no pós-auge, apareceram diversos fundos que não tinham qualquer relação com commodities. Estes novos fundos, segundo a premissa deste trabalho, se relacionam com o próprio processo de aceleração dos fluxos, de migração de divisas para determinados países e regiões, criando possibilidade – ou necessidade – de gestão desse excedente.

**Gráfico 4 – Distribuição dos Fundos Soberanos, por Origem dos Recursos, 2016**



Fonte: SWFI, 2016 - Elaboração própria.

Os primeiros dois FSR, se é que assim poderiam ser chamados, foram criados no estado norte-americano do Texas (EUA) ainda no Século XIX, em 1854 e 1876, quando o Petróleo começou a ganhar destaque como fonte de energia<sup>55</sup>. Após um ínterim de quase um século, na década de 1950, foram criados quatro fundos: o Saudita SAMA (1952), o *Kuwait Investment Board* (hoje *Kuwait Investment Authority*, KIA - 1953), o fundo de Kiribati (pequena ilha no Oceano Pacífico exportadora de Fosfato - 1956) e um Fundo do Novo México (EUA - 1958).

Nos anos 1970, Cingapura cria o primeiro fundo não-*commodity* (o Temasek - 1974). Neste período, alguns entes federativos como o Alaska (*American States*, EUA - 1976) e Alberta (*Canadian Provinces*, Canadá - 1976), e os Emirados Árabes, por meio do fundo de Abu Dhabi (o ADIA, 1976), criam seus fundos em resposta aos gigantescos *superávits* acumulados após boom dos preços do petróleo. Na esteira destes, na década de 1980, vieram os de Oman (1980) e Brunei (1983), além de um segundo fundo de Cingapura (o *Government of Singapore Investment Corporation* - 1981), mais um fundo não-*commodity*. Abu Dhabi,

---

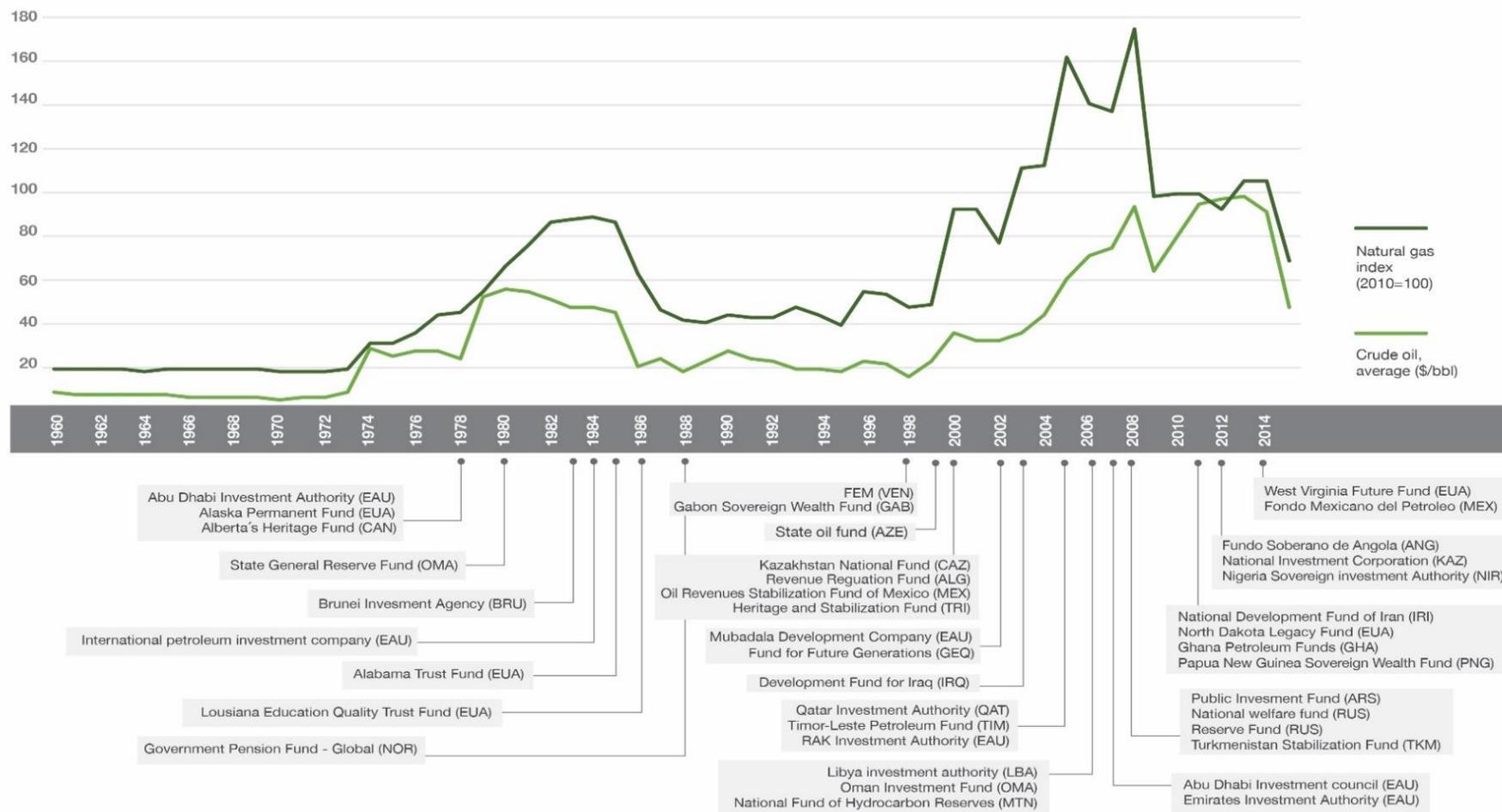
<sup>55</sup> Essa é a época inicial da chamada “Sociedade do hidrocarboneto” onde o querosene, também conhecido como “a nova luz” permitia que se iluminasse as fábricas e assim se estendesse a jornada de trabalho. Rockefeller se tornou um dos homens mais ricos do mundo vendendo querosene. A gasolina era apenas um subproduto deste, de oferta abundante, vendida a 2 cents o galão e despejada nos rios à noite por falta do que fazer com ela. Na década de 1850 crescia a necessidade de iluminar as cidades americanas, e crescia o interesse de homens de negócio em substituir o óleo de carvão - queimado em lampiões - como iluminante (YERGIN, 2012).

decide criar um segundo fundo nesta mesma época (o *International Petroleum Investment Company* - 1984). Já em 1990, a Noruega cria seu famoso fundo, o *Government Pension Fund*, hoje um dos maiores do mundo.

Uma análise superficial permite enxergar uma clara relação destes com os superávits decorrentes das exportações de petróleo ou de alguma outra fonte mineral. Na verdade, até os anos noventa, apenas os dois fundos de Cingapura não tinham como fonte alguma commodity. Apenas em 1993, o fundo mútuo China-Hong Kong (*Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio*) inaugurou um período em que uma série de fundos nasceriam sem ter relação direta com matérias primas.

A relação dos FSR com o Petróleo, como dito anteriormente, se dá por este ser, historicamente, a principal fonte de recursos para Fundos Soberanos e tem relação com a precificação em dólar, com choques e com a necessidade de reinvestir as divisas geradas, tal qual se dissertou no Capítulo 1. O Gráfico abaixo ilustra bem isso, a partir dos preços internacionais do óleo e do gás e do ano criação dos fundos.

**Gráfico 5 – Criação de Fundos Soberanos Vis à Vis a Evolução dos Preços Internacionais do Petróleo, 1960-2016**



Fonte: Banco Mundial e SWFI, 2016 - Elaboração própria.

Se, dos fundos dos criados até os anos noventa, apenas os de Cingapura não tinham seus recursos atrelados ao petróleo ou outro mineral, dos que nasceram depois de 1995, 40% são considerados não-commodities (SWFI, 2016), o que é simbólico das mudanças ocorridas no período (conforme capítulo 2). A criação de Fundos chineses (entre os maiores do mundo atualmente) é fato relevante deste período, conforme Tabela 4.

**Tabela 4 – Fundos Soberanos Não-Commodities Criados Desde 1995, por País, Fundo, Total de Ativos e Ano de Criação (2016)**

País	Fundos Não-Commodities	Ativos em US\$ bilhões (2016)	Data de Criação
China	SAFE Investment Company	474,0	1997
Peru	Fiscal Stabilization Fund	9,2	1999
China	National Social Security Fund	236,0	2000
Ireland	Ireland Strategic Investment Fund	23,5	2001
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	20,2	2003
Palestine	Palestine Investment Fund	0,8	2003
South Korea	Korea Investment Corporation	91,8	2005
UAE – Dubai	Investment Corporation of Dubai	196,0	2006
Australia	Australia Future Fund	95,0	2006
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	10,6	2006
Chile	Pension Reserve Fund	7,9	2006
Vietnam	State Capital Investment Corporation	0,5	2006
Indonesia	Government Investment Unit	0,3	2006
China	China Investment Corporation	813,8	2007
China	China-Africa Development Fund	5,0	2007
Kazakhstan	samruk-kazyna JSC	69,3	2008
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	5,3	2008
Russia	Russian Direct Investment Fund	13,0	2011
Italy	Italian Strategic Fund	6,0	2011
Nigeria - Bayelsa	Bayelsa Development and Investment Corporation	1,5	2012
Bolivia	FINPRO	1,2	2012
Panama	Fondo de Ahorro de Panamá	1,2	2012
Senegal	Senegal FONSI	1,0	2012
<b>Total</b>	<b>23 fundos</b>	<b>2.083,1</b>	

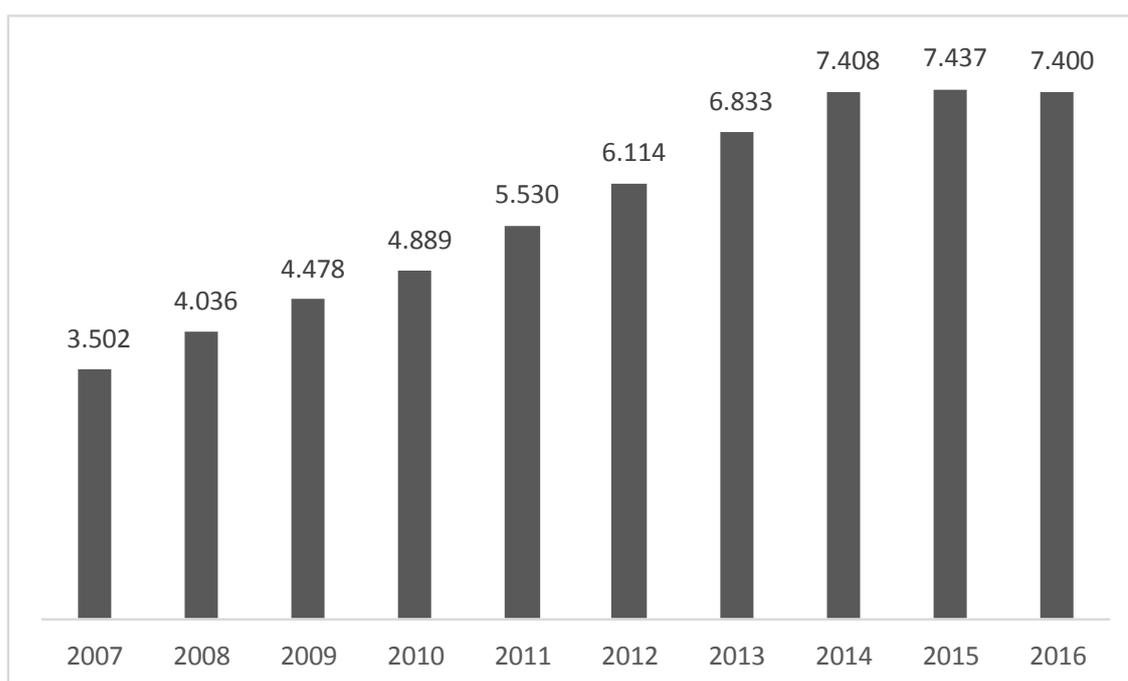
Fonte: SWFI, 2016 - Elaboração própria.

De acordo com SWFI, em 2016, o conjunto de Fundos Soberanos de Riqueza existentes administravam algo em torno de US\$ 7,4 trilhões em ativos (Gráfico 6) – cabe pontuar, apenas para efeito de comparação, que em 2007 (ano do epicentro da crise) esses fundos detinham

cerca de US\$ 3,5 trilhões em mãos. Como já esclarecido, dezenas de fundos foram criados desde então, portanto, desse crescimento nos ativos totais dos FSR, uma parte se deve a entrada de novos fundos e outra parte à aportes de governos (em fundos novos e antigos). Uma terceira parcela, por fim, derivaria dos próprios retornos investimentos. Nessa conta também entram eventuais retiradas para cumprir com objetivos determinados devidos a adversidades, não podendo assim se considerar que os fundos tenham dobrado de tamanho meramente por seus investimentos. Tudo isso, no entanto, reforça duas questões: a primeira de que os FSR ganharam importância no espectro global; a outra de que, para compreendê-los como fenômeno, há de se olhar mais atentamente para o período recente e sua proliferação pelo mundo – e não apenas para o total de ativos no agregado.

### Gráfico 6 – Evolução dos Ativos dos Fundos Soberanos de Riqueza, 2007-2016

(Em US\$ bilhões)



Fonte: SWFI, 2016 - Elaboração própria.

Algumas questões merecem ser detalhadas das escolhas e recortes da pesquisa. Nem sempre os fundos têm níveis de transparência que permitam monitorar seus investimentos, sendo que há fundos que não declaram nem mesmo o valor total de seus ativos, o que coloca obstáculos a qualquer análise mais minuciosa desses instrumentos. Há ainda grande concentração de ativos nos maiores fundos do mundo (os 10 maiores Fundos detêm cerca de

75% do total de ativos), o que demonstra que, caso se decidisse olhar apenas no agregado, pouco se conseguiria extrair das razões e estratégias dos fundos menores, os quais representam a maior parte dos fundos<sup>56</sup> – e estando, em boa medida, distantes dos centros financeiros globais e com mercado de capitais pouco desenvolvido.

Outra divisão possível e encontrada na literatura em geral, é dividi-los entre países desenvolvidos e emergentes. No entanto, esta divisão se faz pouco interessante para análise do objeto a partir do que está sendo proposto: os fundos árabes são exemplares pois estariam classificados como emergentes mas possuem enorme poder de fogo<sup>57</sup>. A Tabela abaixo traz a relação entre FSR e outros instrumentos internacionais de gestão de ativos, assim como sua evolução em uma década. Fica evidente que o objeto deste estudo, ainda que seja consideravelmente inferior a outros instrumentos como fundos de pensão ou às próprias reservas internacionais, apresentaram o maior crescimento (em termos de ativos) desde 2006 (lembrando que não necessariamente esse aumento se refere a retornos de investimentos, mas também de injeção de governos ou de criação de novos fundos antes não existentes).

**Tabela 5 – Evolução dos Ativos de Fundos Soberanos, Hedge Funds, Reservas Internacionais e Fundos de Pensão, 2006/2015**

<b>Ativos Financeiros</b>	<b>2006</b>	<b>2015</b>	<b>Crescimento no período</b>
Hedge Funds	2,0	3,2	60,0%
Fundos soberanos	3,0	7,4	146,7%
Reservas Internacionais	5,4	10,9	101,9%
Fundos de Pensão	23,6	36,9	56,4%

Fonte: BUTT et.al., 2008:76 (in Rinaldi, 2010); SWFI, FMI, OCDE - Elaboração própria.

<sup>56</sup> Talvez o mais intrigante desse fenômeno se relacione a questão geográfica, uma vez que houve um espalhamento considerável desses fundos que apareceram em países como Timor Leste (2005), Líbia (2006), Mauritânia (2006) Cazaquistão (2008), Gana (2011), Papua Nova Guiné (2011), Angola (2012), Bolívia (2012 e Senegal (2012), etc.

<sup>57</sup> Apenas Abu Dhabi possui quatro fundos, cada um com um propósito específico e que somam mais de US\$ 1 trilhão de dólares, conjuntamente - sendo o ADIA (Abu Dhabi Investment Authority) o maior deles, com US\$ 792 bilhões (o terceiro maior do mundo) - o que demonstra o poder das suas elites locais que comandam e se beneficiam da existência dos FSR na região.

### 3.2.1. As Diferentes Visões no Debate Sobre Fundos Soberanos de Riqueza nos Últimos Anos

Diversos autores, a partir de perspectivas que compõe o campo da Economia Política Internacional, trataram nos últimos anos de analisar os Fundos Soberanos de Riqueza como fenômeno histórico. As características hierárquicas do sistema e como os fundos se inserem no jogo de poder global, foram objeto de estudo de Helleiner (2008), Curzio & Miceli (2008), Griffith-Jones & Ocampo (2008), Kirshner (2009), Cohen (2009), Aglietta (2013), Castelli & Scacciavillani (2012), Monk & Dixon (2014), dentre outros. Boa parte desses autores, além de desenvolverem suas visões e darem contribuições a partir de pontos de vista distintos, fizeram também prognósticos sobre o tamanho e a forma de atuação dos FSR no futuro próximo.

Os vieses de suas leituras, de forma bastante simplista, giram em torno de duas visões: uma visão mais mercantilista-realista<sup>58</sup>, pela qual os fundos seriam utilizados para promoverem seus respectivos Estados (ou seja, com viés estratégico); e uma visão mais econômica, ou mais financeira<sup>59</sup> que, via de regra, parte da premissa de que os fundos seriam causadores de distorções no “bom” funcionamento do mercado.

Quanto às leituras do primeiro grupo, diversas controversas internacionais surgiram no fim da última década por conta das razões por detrás das estratégias de investimento dessas entidades. A ideia central seria que, como instrumentos de Estado que são, estariam buscando não apenas maximizar seus retornos, mas também ganhos de natureza política<sup>60</sup>, se utilizando da própria estrutura do sistema financeiro internacional para tanto (KIRSHNER, 2009). É preciso reconhecer que há alguns elementos para uma leitura desta natureza, bastando ter em mente que no auge da crise financeira de 2007-09, com a quebra geral das instituições financeiras americanas, fundos oriundos da China, Cingapura e dos países do Golfo injetaram bilhões de dólares nas maiores instituições financeiras norte-americanas (*Citibank, UBS,*

---

<sup>58</sup> Edward Carr foi o pai da teoria realista internacional ao discutir o problema da paz num sistema estatal anárquico e acreditava que seria necessária uma legislação internacional e para tanto, é necessário que exista um país hegemônico capaz de assumir as responsabilidades e dar as cartas do jogo. A “teoria da estabilidade hegemônica” (Kindleberger, 1973) se tornou base para teóricos “realistas” a respeito da discussão sobre o poder dos estados hegemônicos e a gestão global, baseada no seu controle das matérias-primas estratégicas, dos capitais de investimento, das tecnologias de ponta, das armas e das informações.

<sup>59</sup> Nesta corrente se inserem os liberais (no campo da EPI nas figuras de Joseph Nye e Robert Keohane, principalmente) que creem que os estados nacionais estão perdendo sua importância e a nova ordem política e econômica mundial seria regulada por “regimes supranacionais”. Esses regimes, legítimos e eficientes seriam capazes, a partir de regras, normas e procedimentos controlar os comportamentos e seus efeitos.

<sup>60</sup> Importante salientar que medidas que visem proteger os interesses nacionais já haviam sido tomadas. Os próprios EUA aprovaram em 2007 o chamado *Foreign Investment and National Security Act* (FINSA) buscando resguardar setores estratégicos de serem comprados por estrangeiros.

*Merrill Lynch e Barclays Bank*) ou mesmo de empresas de tecnologia<sup>61</sup>, ou seja, em pontos cruciais das economias desenvolvidas.

Ao mesmo tempo, se essas eram as preocupações no epicentro da crise internacional, nos anos mais recentes as análises se centraram mais no comportamento dos fundos em decorrência de implicações macroeconômicas ou na alocação dos recursos em financiamentos de mais longo prazo (AGLIETTA, 2013; BERNSTEIN, LERNER e SCHOAR, 2013). Dito de outra forma, é possível dizer que o capital oriundo desses fundos tenha passado a ser visto com bons olhos, no sentido de ser considerado possível solução para a economia mundial ainda sôfrega. Bom lembrar que isso já havia ocorrido com o próprio governo norte-americano durante a quebra deitira bancária em 2008, que foi buscar em fundos árabes apoio para a aquisição de instituições financeiras<sup>62</sup>, tendo, neste ponto, claro caráter geopolítico.

A mudança de posicionamento, no entanto, decorre também da própria forma como a agenda internacional se impõe. Os chamados países do G-20 vêm concentrando esforços e elaborando em conjunto com o Banco Mundial e outros organismos multilaterais, toda uma série de iniciativas indicando que a saída da crise passaria por alavancar investimentos em infraestrutura. Neste contexto, os FSR e seus volumosos recursos seriam encarados como possíveis investidores, na forma de debenturistas<sup>63</sup>. Seriam assim uma das soluções para o problema, já havendo um esforço nesse sentido (AGLIETTA, 2013) pois considera-se que Fundos Soberanos seriam mais aptos – por suas características - a investirem no longo prazo, diferentemente dos fundos privados convencionais. Resta saber se a atração se dará a partir das relações bilaterais e interesses no jogo de poder internacional (conforme ocorreu nos EUA com o setor bancário) ou se poderiam ter um papel mais “neutro” e voltado para os investimentos com seus riscos e retornos em si.

---

61 Como foi o caso da compra da IBM pela Lenovo

62 No presente momento, especula-se que esta poderia ser a solução para o próprio Deutsch Bank (SWFI, 2016).

63 Para não restar dúvida quanto à implementação destes projetos a nível global, o próprio G-20 já colocou como “*Top Priority*” a agenda e houve um encorajamento por parte dos ministros das finanças de que bancos multilaterais fossem estruturadores do modelo a ser implementado. Aparentemente, essas instituições (especialmente o Banco Mundial e seu “braço” financeiro, IFC, no caso) deveriam desempenhar papel crucial de estruturar projetos e assim atrair capital institucional. Embora reconheçam que nem sempre projetos de infraestrutura são ajustados para investidores institucionais, o esforço se concentrará em mitigar qualquer risco ao capital investido (regulatório, político, cambial, etc.).

### **3.3. Legitimidade e Governança: Enquadramento e Eficiência dos Fundos Soberanos de Riqueza**

Conforme já elencado anteriormente, os fundos existentes em 2016 encontram-se espalhados pelas mais diversas regiões do mundo. Como fenômeno recente, é possível compreender como houve uma difusão por países emergentes, com pouca relevância internacional e também em países que, por sua dimensão, tamanho do Produto Interno Bruto e posição geográfica, não podem almejar qualquer projeção internacional, mas ainda assim encontraram motivos para lançarem seus próprios fundos. No que se refere à legitimidade dos fundos em seu ambiente de atuação, as conformações, governança e objetivos se mostram como fatores fundamentais.

Uma das características centrais desses aparatos, a capacidade de transformar ativos reais em ativos financeiros, serve, como se sabe, para os mais diversos objetivos: de estabilizador macroeconômico à poupança inter-geracional, de diversificação a estratégias geopolíticas, necessitando de análise caso a caso para se extrair as nuances próprias de cada um. Os fundos mais recentes guardam ainda relação com as crises do fim dos anos 1990 no Sudeste Asiático, Ásia Central e América Latina e a decisão por criar Fundos Soberanos, gerindo externamente o excedente em divisas - problema das transferências às avessas (Capítulo 1).

Dentre as razões de natureza política no âmbito doméstico, estaria o fato de que uma nova intervenção de organismos multilaterais (como o FMI), em caso de nova crise financeira, poderia gerar constrangimentos para as autoridades de alguns países. Isso porque, segundo a literatura (CLARK E MONK, 2011), as medidas ortodoxas impostas nos anos de estrangulamento externo e crises da dívida foram muito prejudiciais na visão das populações locais - as chamadas de intromissões nocivas - e se considerou melhor se precaver por outras vias do que recorrer a empréstimos e ajustes impositivos, novamente.

Não obstante, existem outras razões para a decisão de criar um fundo. Em países menores (como alguns dos supracitados) ou mesmo países que encontram desafios geopolíticos outros (mais perceptíveis entre países na África e na Ásia), por exemplo, há sinais de que foram desenvolvidos em resposta aos desafios do entorno, postura que poderia, ainda, pressionar países vizinhos a fazerem o mesmo, criando uma espécie de competição regional. Outras razões são ainda apontadas por autores como HATTON e PISTOR (2011), que sustentam a hipótese de que, algumas vezes, elites locais se utilizam dos fundos para elas mesmas manterem-se

conectadas ao mundo financeiro internacional e que isso pode contribuir para pacificar adversários domésticos e mesmo externos<sup>64</sup>.

Já países com mais projeção no espectro internacional e que detinham outros FSR próprios, abriram – ou desmembraram – novos fundos recentemente, dando a estes, outras formas, objetivos e funções. Das razões possíveis para tanto estaria a busca para que não houvesse conflitos de gestão, ou mesmo para dar maior legitimidade de atuação, preservando a composição de seus portfólios e a alocação internacional diferenciada com relação ao(s) outro(s) fundo(s) existente(s)<sup>65</sup>. Em suma, pode-se afirmar que as motivações da criação de um fundo seriam as mais variadas e que a complexidade das relações políticas e econômicas, internas e externas influenciariam na decisão de estabelecer um instrumento com essas características.

Explorar essa característica da relação local/global se faz necessária por conta do ambiente de atuação destes fundos ser ocidentalizado (leia-se, o mercado financeiro global que tem Nova York e Londres como principais praças financeiras). É neste ambiente que um fundo busca sua legitimidade – ou onde se evidencia a falta desta. Se é verdade que muitos países detentores de fundos não são democracias liberais, o mercado ocidentalizado condiciona que, ao menos, as normas e formas desses fundos devam atender a expectativas que se tenha sobre eles. São estes os elementos fundamentais da busca por legitimidade, ou seja, estar autorizado pelos demais agentes (públicos e privados) para operar num determinado ambiente. Ademais, importante lembrar que essa busca se dá não apenas no campo legal (buscando seguir os princípios internacionais que regem sua atuação), mas também no terreno da moral, pois suas práticas e princípios institucionais são parte do espectro de qualidades das instituições.

A discussão acerca da ocidentalização de instituições nacionais, na verdade, remete ao Pós-Guerra quando diversos atores, instituições multilaterais, ONGs, consultores e os próprios agentes financeiros tratam de moldar o mundo a partir de práticas e formas ocidentais. Bom lembrar que, essa influência pode se dar pela via direta, quando os agentes são chamados ou

---

<sup>64</sup> Outro elemento que não pode ser negligenciado é que existem relações de cunho político-econômico que tiveram - e têm - importância na relação de países que detém grande quantidade de moedas e a geopolítica internacional. No caso dos países “alinhados” aos EUA, a existência da “*Security Dependence*”, ou seja, países que estão na zona de segurança e sob proteção dos EUA impõe uma relação diferenciada entre os países são um exemplo (HELLEINER, 2014). Portanto, qualquer análise deve levar consideração estes elementos, se considerar-se pertinente.

<sup>65</sup> Dentre estes países destacam-se a Austrália que abriu um fundo em 2006 e outro em 2012, o Chile que lançou um fundo em 2006 e outro em 2007, a Rússia em 2008 e 2011 e a China que já detinha dois fundos (sem contar com o de Hong Kong, de 1993) e criou mais dois em 2007 – sendo um deles o CIC, o segundo maior do mundo atualmente.

quando se colocam diretamente em contato com os governos locais. Por outro lado, podem também se dar pela via da coerção ou constrangimento, no caso de países que detêm instituições pouco legítimas do ponto de vista dos mercados. Alguns exemplos históricos permitem compreender melhor tal questão. Como já brevemente adiantado, os primeiros FSR tiveram clara influência de potências ocidentais em suas construções. Os dois primeiros, constituídos no Texas/EUA no século XIX, não necessitam ser melhor explicados, porém, aqueles criados a partir da década de 1950 do século passado, explicitam tais intervenções/influências. Pode-se dizer que o Kuwait Investment Authority, é um dos casos que mais se destacam: o fundo não apenas era umbilicalmente ligado à Grã-Bretanha como, inclusive, foi criado em Londres. O fundo de Kiribitani (1956) – país, este, que também estava sob a alçada inglesa (até 1971) – também pode ser citado como exemplo de caso, uma vez que foi concebido pelos britânicos. Já o fundo de Abu Dhabi, criado oficialmente em 1976, mostra apenas pistas, mas é possível que tenha sofrido influência inglesa na conceituação e desenho durante o período de existência de um tratado especial entre os dois países (MONK & DIXON, 2011).

Para além dos elementos supracitados, os fundos têm formas e funções completamente diferentes de agências estatais (que são comumente mais engessadas e burocratizadas) e a obrigatoriedade de estar sob a alçada de um ministério e a própria cultura de gestão local podem propiciar maior ou menor liberdade de interação com o mercado financeiro global. Determinadas formas de governança, estruturas de tomadas de decisão e procedimentos internos podem indicar autonomia a influência direta do governo (MONK, 2008), fatores que seriam, inclusive legitimadores do fundo perante o mercado internacional<sup>66</sup>. Os Princípios de Santiago, nesse sentido, deram contribuição a forma de atuação desses fundos:

*[...] First, they ask SWFs to meet local recipient regulatory requirements. Second, they ask SWFs to make certain public disclosures in a variety of areas. Third, the principles seek to ensure stable financial markets and avoid any protectionist policies targeting SWFs. Fourth, the principles try to instill transparent and sound governance structures, which will be designed to ensure that SWFs invest on the basis of economic and risk and return considerations. In short, the goals aspire to align SWF internal practices and principles with Western expectations and norms". (MONK, 2008:22).*

A adequação e enquadramento dos fundos dialogam com os obstáculos enfrentados por governos que decidiram por criá-los e com a maneira através da qual cada um consegue (ou não) cumprir com os pressupostos e obrigações determinadas. A eficiência do fundo em cumprir

---

<sup>66</sup> Fraude, corrupção, etc., o que pode ocorrer na falta de transparência, característica de muitos regimes políticos de países que detêm Fundos Soberanos.

com seus objetivos e gerir seu portfólio, por seu turno, depende de como cada país tem de lidar com suas jurisdições nacionais, podendo ser pouco efetivo transpor modelos de instituições para países onde existem outras normas e tradições (GERTLER, 2003 apud, AL KHARUSI, DIXON, MONK, 2014). Esta observação se faz importante pois dialoga diretamente com as supracitadas capacidades estatais, uma vez que não é incomum na literatura que um fundo seja criado tendo como modelo algum fundo destacado no exterior, sem que se leve em consideração a impossibilidade de se estabelecer tais modelos em outras jurisdições (ROBBINS, 2013).

Segundo Dixon e Monk (2011), existem três elementos norteadores da atuação de um Fundo Soberano<sup>67</sup>, os chamados 3Ps: Pessoas, Processos e Política. Em relação ao primeiro P, sua importância se deve ao entendimento de que nem todos os países tem um mercado financeiro robusto e, portanto, encontrar, atrair ou reter pessoal qualificado para atuar no mercado, se torna um desafio<sup>68</sup>. O segundo P, trata dos processos internos e dialogam com a capacidade de desenvolver uma estrutura de tomada de decisão hábil e capaz de lidar com as complexidades da estrutura financeira global<sup>69</sup>. Já o terceiro P, este mais delicado, decorre de uma característica intrínseca habitualmente abordada, ou seja, de que os fundos, por serem criações de governos, já surgiriam a partir de uma decisão política.

Uma questão recente que dialoga com a governança dos fundos é o papel mais dinâmico de internalizar processos de gerenciamento que, em outros momentos, era feito por algum agente externo. Este fator é importante pois entende-se que a tecnologia existente hoje permite que se opere de praticamente qualquer lugar do mundo e, se alguns fundos decidirem por criar burocracias próprias – muitas vezes locais, para substituir um agente externo –, isso pode ser uma evidência daquilo que se busca nessa pesquisa.

Uma das saídas encontradas por alguns fundos foi criar os chamados "escritórios" satélites em grandes centros financeiros globais ou regionais. Essas decisões permitem, além de uma profissionalização dos gerenciadores dos fundos, que estes não fiquem mais na dependência de gestores privados (suas altas taxas cobradas, MONK, DIXON, e AL-

---

<sup>67</sup> E que segundo os autores, também podem se estender a outros tipos de instituições.

<sup>68</sup> Com relação ao capital humano há desafios pois nem sempre existe pessoas disponíveis com conhecimento específico, nessas praças e, para piorar, quando são agências estatais a remuneração é muitas vezes inferior a paga pelo mercado (com seus bônus e comissões). Ademais, como muitos fundos tem caráter estratégico existem barreiras a contratação e profissionais estrangeiros.

<sup>69</sup> Ser capaz de incorporar inovações e o papel que estruturas políticas venham a desempenhar, para o bem e para o mal, é um desafio que deriva do processo.

KHARUSI, 2014) e que os Estados desenvolvam conhecimentos e consigam acompanhar e controlar os gestores privados em uma atividade estratégica.

O *International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)*<sup>70</sup>, em relatório denominado “*Current Institutional and operational practices*” (2008), evidencia o *modus operandi* desses fundos em meados da década passada. Segundo o relatório, a decisão de investimento desses fundos variava de acordo com o arranjo institucional dos próprios:

*Investment policies, management and operational decisions are often centralized within the SWF or the central bank through a Board of Directors or Steering Committee. However, this is not always the case and responsibilities can be more dispersed. For instance, in some cases where the SWF is not a separate legal entity the Minister of Finance or another official may be responsible for setting the specific investment objectives and benchmarks (often with the help of an advisory committee). In other cases—e.g., where the SWF is a separate legal entity—the high ranking official will be responsible for making investment decisions directly as a member of the governing body. (CURRENT INSTITUTIONAL AND OPERATIONAL PRACTICES, 2008:8)*

Segundo o IWF, em 2008, cerca de 90% dos fundos membros declaravam que se utilizavam de gerenciadores externos para alocar recursos em investimentos transfronteiriços pois se considerava que os ganhos em se fazer com terceiros, decorrentes da capacidade de pesquisa e acompanhamento, garantiriam vantagens nos custos e retornos. No entanto, desde a crise, novas tendências de atuação dos fundos vêm se desenvolvendo. Segundo Monk, Dixon e Al-Kharusi (2014) os FSR se tornaram mais ativos na escolha e gerenciamento de seus portfólios, ou seja, eles vêm tendo atuação mais direta se comparada à maneira como (em geral) era feita. Dentre as razões para esse novo comportamento estariam dois fatores: minimizar custos (uma vez que havia o entendimento de que os agentes intermediários vinham cobrando taxa consideradas abusivas<sup>71</sup>) e criar alocação particularizada para cada fundo (acreditava-se que os agentes privados não estavam sendo capazes de captar as nuances e objetivos específicos).

Outro elemento dessas novas tendências seria uma necessidade de maior diversificação do portfólio<sup>72</sup> num ambiente mundial de menores retornos, onde se torna importante que os

---

<sup>70</sup> Que contava com cerca de 20 membros, em 2008.

<sup>71</sup> Uma das razões iniciais é o preço das taxas pagas aos intermediários que diluía consideravelmente os retornos de longo prazo desses investidores e os diferentes horizontes temporais dos retornos. A esperança dos fundos, inclusive é que se melhore a performance de longo prazo dos investimentos por conta do acompanhamento mais de perto, redução dos custos, etc.

<sup>72</sup> Seja entre mercados emergentes e desenvolvidos ou entre *private equity* e *real estate*, etc.

agentes tenham mais informação para melhor aplicarem seus recursos. Como dito, em virtude da localização, muitos FRS distantes geograficamente dos centros financeiros, começaram a sentir a necessidade de maior aproximação dos locais de investimento – seja através de uma nova instalação física, seja por um olhar mais atento às características locais<sup>73</sup>.

Os custos provenientes desta mudança de postura e os desafios de encontrar formas de conhecer as complexidades locais ou aprender a manejar assimetrias internacionais<sup>74</sup> são variados. Dentre os custos iniciais, estaria a perda de uma rede de serviços complementares que existem nos grandes centros gerenciadores (Nova York, Londres e Hong Kong) mas que seriam compensados pela localização aproximada dos investidores, o que poderia permitir uma atuação mais próxima (*face to face*) com a outra parte – fato este que tenderia a aumentar o próprio retorno do investidor. Tal proximidade poderia ser, inclusive, o diferencial da almejada conversão de informação em conhecimento, o que se materializa em uma capacidade de adaptação das próprias estratégias de investimento à realidade local (CLARK E MONK,2013). De forma geral,

*[...] the shift of portfolio composition has given rise to complications in data acquisition and management. And yet, a key factor underpinning the success of these funds' new strategies will be the collection of data, the processing of information, and the formulation of knowledge upon which investment decisions can be based[...] One way to mitigate some of the challenges in gaining access to local knowledge and deal flows is through the opening of satellite offices in areas where local knowledge is vital and information transfer is constrained. (MONK, DIXON E AL-KHARUSI, 2014:3,4)*

Em relação à decisão de se abrir escritórios satélites, pode-se dizer que há duas resoluções mais comuns: a do grupo que decide abri-los nos chamados *International Financial Centers* (IFCs); e aquele que enxergam vantagens em instalá-los em locais não tão centrais, os *Non-financial Centers* (NFCs).

No caso dos escritórios abertos em IFCs, a decisão derivaria da facilidade ao acesso a pessoal apropriado, ao fluxo de negócios<sup>75</sup> e, principalmente, o potencial de transferência de

---

<sup>73</sup> Desta forma, se pode conhecer melhor a cadeia em que o investimento se realiza e quando liquidá-lo, por exemplo.

<sup>74</sup> No estudo foram analisados 12 fundos, via material público e entrevistas, dando uma ideia de como houve uma mudança na forma de atuação desses fundos no período recente.

<sup>75</sup> Para os investidores que migram seus portfólios de públicos para privado (imobiliário e infraestrutura, principalmente) é importante estar nos grandes centros para ter o contato cara a cara com seus pares, banqueiros e corretores; o monitoramento - ainda que se utilizem de agentes externos (alocando parte de seus recursos na mão desses investidores) é importante estar em um grande centro pois muitos desses investidores externos têm escritórios (ou braços) nos grandes centros;

conhecimento. Estar em um grande centro financeiro global permite que se desenvolva e treine seus funcionários com rotatividade de pessoal de mercado, o que permitiria conhecer as práticas privadas e internalizá-las.

Já da decisão de abrir escritórios em NFCs, ainda que não seja a prática mais recorrente, permitiria desenvolver conhecimento local e dar atenção ao que ocorre na região (e não apenas a partir de dados oficiais e estatísticas). Principalmente em mercados emergentes onde há mais dificuldade em se prever os movimentos futuros, poderia facilitar o acesso a investimentos não listados, reduzindo a influência dos intermediários, além de deixar o fundo mais visível ao mercado doméstico - melhorando as relações com os *players* locais sejam públicos ou privados. Quanto aos agentes públicos, é sempre bom lembrar que em muitos mercados os investimentos estatais ainda predominam e muitos governos preferem realizar investimentos conjuntamente com fundos de países parceiros<sup>76</sup>.

Ser capaz de acompanhar as inovações depende, dentre outras coisas, de uma capacidade de se apropriar e absorver informações oriundas das redes das quais fazem parte, assim como das ações de seus competidores. Portanto, muitos dos novos FSRs, por estarem geograficamente distantes desses ambientes que estimulam as inovações, acabam tendo perda relativa de capacidade de se desenvolverem plenamente. Ademais, por serem entidades nacionais agindo num ambiente internacional, os organismos internacionais desenvolveram mecanismos de influir nestes instrumentos. O fato de existir um *ranking* de governança (no caso do Banco Mundial) ou um *ranking* de transparência (como no caso do próprio SWFI) impõe mecanismos básicos de atuação, principalmente para os novos Fundos espalhados por países periféricos. Não obstante, não se pode perder de vista que muitos desses países menores buscam os diversos programas de assistência internacional pelo simples fato de não terem qualquer relação com o mercado financeiro e necessitarem de assistência nos aspectos mais elementares para a conformação de seu fundo.

Os dois principais programas de assistência existentes são o do Banco Mundial e o do Fundo Monetário Internacional<sup>77</sup>. O Banco Mundial, por meio do *World Bank's Reserve Asset Management Program* (RAMP), alega que busca estabelecer diretrizes, ensinar regras, práticas

---

<sup>76</sup> Abrir um escritório local por si só já passa um sinal positivo para o governo do país e melhora a relação.

<sup>77</sup> Sabendo que em algumas ocasiões, quando o governo de determinado país se decide por entrar no programa de ambos, já houve caso de cada uma das instituições multilaterais sugerir uma estrutura diferente para o fundo (um tipo de fundo diferente, para atender a desafios diferentes), demonstrando que nem mesmo dentre essas instituições há tanta sintonia no entendimento dos problemas de cada nação. O caso da Mongólia é um desses – Ver mais em Robbins (2013).

de governança e alocação estratégica de ativos, expandido as capacidades de gerenciamento, aprimorando as tecnologias envolvidas, além de estímulos a outras expertises. O programa tem como objetivo auxiliar órgãos oficiais nacionais a desenvolverem capacidade de gerenciamento de ativos a nível global, assim como a empregarem serviços financeiros mais sofisticados. Em outras palavras, presta uma espécie de consultoria para o governo local dando suporte conceitual, técnico e informacional. Os técnicos do governo local inseridos no programa recebem, assim, treinamento em cada área funcional que desejarem desenvolver a expertise, incluindo-se aí educação financeira, gestão de portfólio e classes especiais de ativos<sup>78</sup>.

Para além de tais pontos, o programa ajuda na construção de uma infraestrutura adequada para a gestão técnica e no desenho da governança interna do FSR. Este desenho, segundo o banco, é sempre feito de acordo com o objetivo do fundo<sup>79</sup>. Com relação à governança em si, busca-se construir a política de investimentos, alocação estratégica de ativos e gerenciamento de portfólios conjuntamente com um bom sistema de *accountability*, capaz de formular os objetivos a serem alcançados pelo fundo em questão. No que tange às tecnologias necessárias, o RAMP busca diagnosticar e dar assistência na construção de uma robusta plataforma tecnológica, capaz de colocar o fundo em contato com outros agentes privados no exterior. Do ponto de vista legal, há consultoria para que o setor jurídico do fundo conheça as características da indústria de fundos, os acordos e regras comuns, além de outras questões específicas à respeito do funcionamento padrão destes. Para finalizar, o programa também conta com auxílio para que se desenvolva políticas de transparência a partir de padrões básicos do mercado e uma estratégia de comunicação para se comunicar com as partes interessadas, tais como outros investidores, público em geral e com a própria imprensa.

No caso do Fundo Monetário Internacional, há um programa chamado de *Fund's Capacity Development Program*, construído entre 2008 e 2011, que lida com diversas questões de aprimoramento das chamadas “capacidades de desenvolvimento” para os países. Segundo relatório intitulado “*The Fund's Capacity Development Strategy - Better Policies Through Stronger Institutions*” (2013), a crise financeira de 2007/8 teria aberto uma janela de

---

<sup>78</sup> Dentre as instituições ou órgão estatais que podem acessar o RAMP estão Bancos Centrais, Fundos Soberanos de Riqueza, Fundos de Pensão estatais e organismos supranacionais. Segundo o próprio Banco Mundial, o RAMP tem atualmente cerca de sessenta clientes, espalhados pelo mundo, sendo a maioria em países africanos (WB, 2016).

<sup>79</sup> Os testes, segundo o Banco, buscam englobar uma capacidade de gestão intertemporal, capaz de encontrar uma alocação ótima com ativos de curto e de longo prazo. Para tanto, criar capacidade de desenvolver modelos capazes de trabalhar com diferentes cenários e retornos, análise e mitigação de riscos usando desde derivativos financeiros, rebalanceamento e *circuit breaker rules*.

oportunidades uma vez que os países estariam buscando desenvolver capacidades de resposta de curto prazo. Além deste exemplo, o FMI possui programas regionais específicos que buscariam dialogar com os países de determinada região por meio do que entende ser uma característica peculiar daquele lugar<sup>80</sup>.

Esses programas tem a vantagem de estabelecer relações mais próximas com os governos e governantes, permitindo, assim, consultas mais diretas e diálogos entre autoridades e técnicos. Ao mesmo tempo, por não ser um programa específico para Fundos Soberanos Internacionais – tal qual o do Banco Mundial –, o “aconselhamento” ou treinamento neste caso teria outras características, o que pode se materializar em sugestões distintas daquelas do banco, quando da consultoria sobre formas, objetivos e governança.

### **3.4 Análise de Casos: os Fundos Soberanos Criados por Chile, Cingapura e Noruega**

Nas páginas seguintes procuraremos responder a algumas questões surgidas a partir do contexto aqui colocado. Afinal, de que forma cada fundo soberano se relaciona com o funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional e ao mesmo tempo se torna instrumento de interação? Que interação é essa, com quais objetivos, a partir de quais elementos políticos e econômicos cada país cria seu fundo? Quais as capacidades se tornam interessantes de serem criadas e desenvolvidas por cada país/fundo, a partir de suas necessidades e vulnerabilidades?

Com o intuito de explorar de forma ainda mais proveitosa cada um deles, elegeram-se três países que criaram fundos com características distintas, possuem recursos oriundos de fontes

---

<sup>80</sup> Os programas estão espalhados por todos os continentes, sendo que em alguns casos há mais de um programa. Na África existem dois: o The Africa Training Institute (ATI) oficialmente inaugurado em junho de 2014 e o Joint Partnership for Africa (JPA) estabelecido em 2010, com colaboração do African Development Bank (AfDB); Na Ásia são mais três: o IMF-Singapore Regional Training Institute (STI) de 1998 – iniciativa conjunta do FMI com o Governo de Cingapura; o Joint China-IMF Training Program (CTP) de 2000 – entre o fundo e o People’s Bank of China (PBC) – que dá treinamento em economia e campos correlatos para servidores Chineses e; o South Asia Regional Training and Technical Assistance Center (SARTTAC) que será inaugurado em 2017, o primeiro centro integrado que dará treinamento e assistência técnica, um modelo para o futuro programa de desenvolvimento de capacidade o, localizado em Nova Deli, Índia; Na região que compreende a Europa e Ásia Central há um programa, o Joint Vienna Institute (JVI) estabelecido em 1992; No Oriente Médio o IMF-Middle East Center for Economics and Finance (CEF) entrou em operação em 2011 e está localizado no Kuwait (através do Kuwait Investment Authority, KIA - seu o fundo soberano), organizando cursos para os países da Liga Árabe para fortalecer a capacidade de estabelecer políticas na área econômica e financeira; Nas Américas o Fundo Monetário criou a Joint Regional Training Center for Latin America (localizada no Brasil, no Brazil Training Center, BTC) no ano de 2001.

diferenciadas e apresentam particularidades ao longo de suas trajetórias. Acredita-se que, assim, se poderá encontrar evidências da relação dos fundos com a forma de inserção internacional, as características da moeda local, questões políticas, posição geográfica, dentre outras variáveis condicionantes de sua atuação. Diversos casos poderiam ter sido eleitos (como a China e seus diversos fundos, cada um com um tamanho e uma característica, a Rússia, ou mesmo a Venezuela), mas por falta de espaço nessa pesquisa, considera-se que os casos escolhidos são apenas exemplos aleatórios da complexidade dos fundos.

Ressalta-se uma vez mais da impossibilidade de se generalizar e de que inexistente atualmente uma moldura conceitual robusta que dê conta de enquadrar tais instrumentos. Dito isso, os casos escolhidos foram:

- O caso chileno, que desmembrou seu antigo fundo em dois. País latino-americano, grande dependente de exportações de cobre;
- O caso de Cingapura, detentor de dois fundos, sem qualquer relação com matérias primas. País do sudeste asiático, exportador de manufaturas e serviços;
- O caso norueguês, grande exportador de petróleo, que detém o maior FSR do mundo;

Antes de iniciar as análises, no entanto, mostra-se pertinente estabelecermos um quadro analítico básico que auxilie a compreensão sobre a importância do(s) fundo(s) para o país em questão. Dentre os elementos a serem expostos, acreditamos ser importante estabelecer a origem dos recursos para a criação do fundo, assim como os objetivos declarados. Para além de tais questões, apontaremos também informações sobre a continuidade do financiamento, ou seja, se há injeção de capital estatal no fundo e com qual periodicidade<sup>81</sup>, etc. Algumas relações de caráter mais econômico, como o tamanho do fundo em proporção do PIB e sua relação com as reservas internacionais, a volatilidade da moeda, dentre outros elementos, assim como algumas fragilidades que dialoguem com os objetivos do fundo, serão melhor desenvolvidas.

No que se refere ao gerenciamento, há diversos elementos que se pode explorar, tais como: o tipo de gerenciamento operacional (estrutura própria ou o Estado em si); a estrutura do quadro executivo dos FSR controlados e gerenciados pelo Estado e; o gerenciamento externo. Todos estes fatores contribuirão para o entendimento da influência estatal, assim como

---

<sup>81</sup> Financiamento pré-definido e financiamento contingencial.

facilitarão a percepção de uma eventual busca de *expertise* burocrática (dialogando com o quadro analítico exposto no item 1.4).

No âmbito da análise de *Portfólio*, se buscará conhecer as estratégias de investimento a partir da exploração das classes de ativos em que estão alocados os investimentos. Outro dado importante é a direção dos investimentos, tanto setorialmente quanto geograficamente. A própria governança do fundo, a decisão de abrir escritórios satélites, os setores que se deve buscar conhecimento (para além da mera informação) são delineadores de cada fundo e de sua interação com os mercados.

**Tabela 6 – Quadro Analítico Básico da Dimensão de Cada Fundo para cada País**

Fonte dos Recursos
Objetivos Declarados
<b>Relações Econômicas Externas</b>
Fundo x PIB
Volatilidade Cambial
Reservas Interacionais
<b>Governança</b>
Tipos de gerenciamento operacional (própria ou estatal)
Estrutura do quadro executivo
Gerenciamento Externo
<b>Portfólio</b>
Políticas e estratégias de investimento
Classes de ativos
Distribuição setorial
Distribuição geográfica

Elaboração própria

### 3.4.1. O Caso Chileno

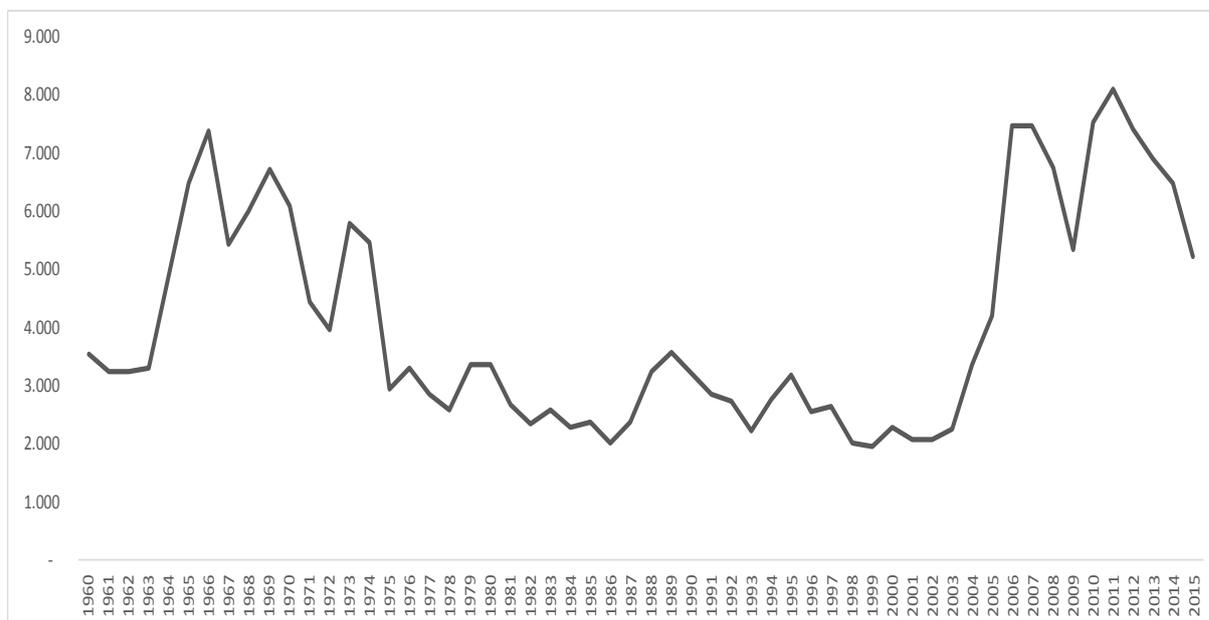
O Chile é um caso interessante no que se refere a Fundos Soberano de Riqueza: isso, pelo fato de que seu primeiro fundo foi criado em 1985 e, posteriormente, desmembrou-o em dois para melhor atender aos objetivos econômicos dos anos dois mil. Sobre algumas características locais, vale destacar que o país é um grande dependente da exportação de Cobre, mineral de grande volatilidade em seus preços internacionais, o que expõe a economia chilena a impactos diversos, principalmente na esfera fiscal. Sua população é da ordem de 18 milhões

de habitantes e seu PIB gira em torno de US\$ 240,2 bilhões (2015). Do ponto de vista das contas externas, as reservas internacionais somam US\$ 39,5 bilhões e seus dois Fundos Soberanos, conjuntamente, têm US\$ 23,8 bilhões em ativos. O país vem incorrendo em déficits externos nos últimos anos, ainda que o preço internacional do Cobre esteja alto a nível histórico, o que pode se transformar em problemas no curto prazo, caso a tendência não se reverta.

Cabe salientar que o preço internacional do Cobre apresenta historicamente períodos de alta e baixa, com grande oscilação e impactos aos países exportadores. Seu primeiro ápice ocorreu nos anos 1960 (mais particularmente em 1966), quando o preço atingiu US\$ 7.393. Porém, a partir de meados da década de setenta – até os anos noventa –, os preços permanecerem em baixos patamares, relativamente. Nos anos 2000, no entanto, houve o segundo boom do preço do cobre, quando este saltou incríveis 235% entre 2003 e 2006, chegando a US\$ 8.104 no mercado internacional em 2011. Não por coincidência, foi durante esse último boom que o governo chileno decidiu por desmembrar o fundo existente em dois, tendo cada um, sua função específica, de acordo com os diferentes objetivos do governo.

### Gráfico 7 – Evolução do Preço Internacional do Cobre, 1960-2015

(\$/mt, preços reais)

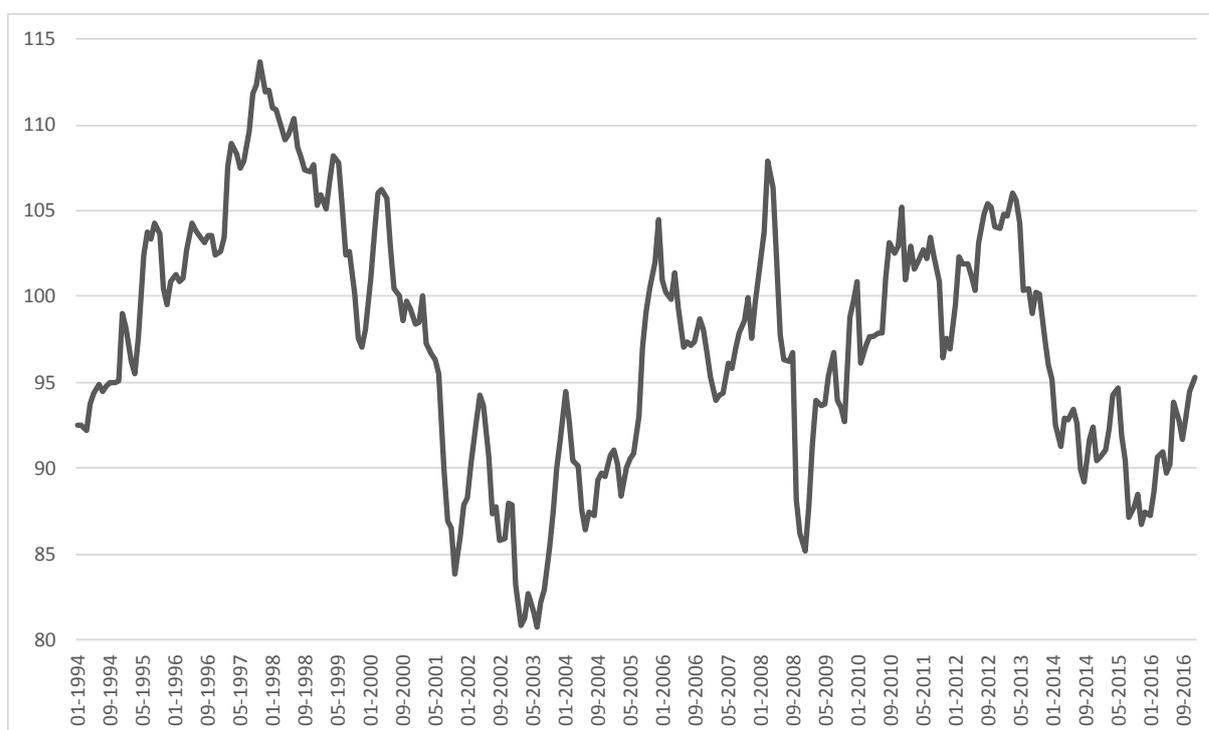


Fonte: World Bank Commodity Price Data - Elaboração própria.

Outro elemento importante que merece ser abordado é a característica da moeda. O peso chileno, tal qual boa parte das moedas de países exportadores de commodities, apresenta grande volatilidade, sendo fator de vulnerabilidade para a gestão macroeconômica do país. O Gráfico 8 expõe a volatilidade da taxa de câmbio real desde 1994, frente ao Dólar norte-americano, segundo o *Bank of International Settlements* (BIS).

**Gráfico 8 – Volatilidade Mensal da Taxa de Câmbio Real do Peso Chileno, 1994-2016**

2010=100



Fonte: *Bank of International Settlements* - Elaboração própria.

Em 1985, o Chile criou o *Copper Stabilization Fund*, um fundo soberano que, como o próprio nome já dizia, tinha basicamente objetivo estabilizador. Em 2006, com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, o governo decidiu, conforme dito anteriormente, dissolver este fundo e criar dois novos: o *Chile Pension Reserve Fund* (PRF), de 2006 e o *Economic and Social Stabilization Fund* (ESSF), de 2007.

**Tabela 7 – Relação entre o PIB, Reservas Internacionais e os Fundos Soberanos do Chile (ESSF e PRF), 2015**

Variável	em US\$ bi	Fundos em Conjunto/PIB	Fundos em Conjunto/Reservas
PIB	240,2	10%	-
Reservas	38,6	-	62%
ESSF	14,7		23,8
PRF	9,0		

Fonte: *Ministerio de Hacienda de Chile*, World Bank e SWFI, 2016 - Elaboração própria.

### **O Chile Pension Reserve Fund (PRF)**

O *Chile Pension Reserve Fund* (PRF) nasceu com o intuito de ser basicamente um fundo de pensão público com capital inicial de US\$ 604,5 milhões. Algumas das regras de responsabilidade do fundo determinavam que nenhum saque seria autorizado num período de 10 anos e que, anualmente, algo entre 0,2% a 0,5% do PIB fosse destinado ao PRF - dependendo do superávit fiscal anual do país. A decisão de cria-lo, segundo autoridades do país, derivaria do cenário demográfico, mais especificamente do crescimento da expectativa de vida da população e a própria necessidade de se resguardar a riqueza para o futuro.

Tais objetivos demonstram o propósito criador do fundo: ser um complemento para o financiamento dos passivos fiscais no que se refere a questões previdenciárias e de bem-estar social, funcionando, assim, como uma espécie de garantia estatal a gerações futuras. De acordo com os decretos vigentes ainda hoje, o Ministro das Finanças pode designar o gerenciamento dos fundos ao Banco Central Chileno ou à gestão externa. Segundo o ministério, o Banco Central é hoje o responsável pela gestão de ambos os fundos, o que inclui títulos da dívida e depósitos bancários. Já os gestores externos administram os portfólios de *equity* e títulos corporativos de renda fixa (esse último, apenas no caso do PRF). No sentido de diversificar e não ficar na mão de apenas um agente externo, decidiu-se por utilizar mais de um *asset manager*: no caso do portfólio de *equity*, quem realiza os investimentos é o *Bank of New York Mellon* e o *BlackRock*, enquanto no caso dos títulos de renda fixa corporativa, o *Rogge Global Partners* e o *BlackRock* dividem a função.

Com a prerrogativa de ser um fundo que busca correr menos riscos, os investimentos públicos em renda fixa têm a orientação de prevalecer (sejam eles federais, de municipalidades, empresas estatais, dentre outros), com participação de 65% da carteira. Já os títulos pré-fixados de corporações privadas deveriam ter participação de 20% nos investimentos do PRF enquanto os investimentos em *equity* não ultrapassariam os 15%.

Seu comitê financeiro é formado por um corpo externo independente que deve responder ao Ministro das Finanças com relação aos investimentos que estão sendo feitos, o que está de acordo com o artigo 13º da Lei de Responsabilidade Fiscal do país. O comitê é formado basicamente por profissionais com experiência nas áreas financeira e econômica, e se reúne pelo menos uma vez por semestre para discutir os investimentos. Esse comitê tem como contraparte o *International Finance Coordinator* (sob o Ministro da Justiça), com quem discute análises e diagnósticos da conjuntura doméstica e internacional. Daí saem as políticas de investimento de longo prazo, assim como as estratégias de alocação de portfólio, a decisão de realização de novos investimentos e a determinação de novos benchmarks para o fundo – definindo limites de riscos, etc.

A política de transparência do PRF é tida como uma das melhores do mundo, segundo o *Think Tank* liberal norte-americano (*Peterson Institute*<sup>82</sup>) que lhe dá um alto *rating*, corroborando com a tese de que a legitimidade se dá por meio de instituições com respaldo do mercado financeiro ocidentalizado. O PRF segue os Princípios de Santiago desde 2010, quando foi assinada a primeira avaliação, seguida por uma atualização em 2012 e outra em 2014.

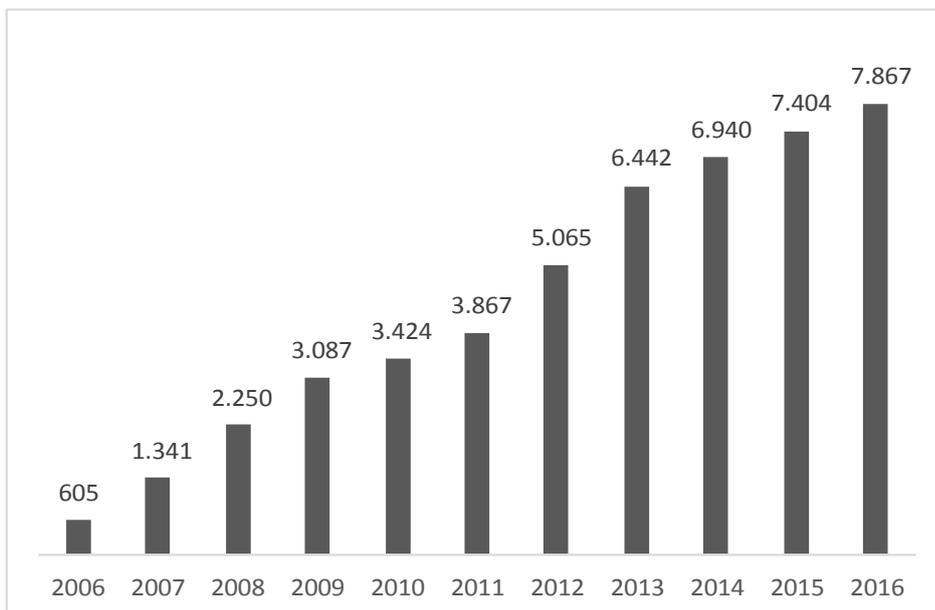
O valor de mercado do PRF, de acordo com o Ministério da Fazenda do Chile em setembro de 2016, era de US\$ 9,4 bilhões, sendo que deste total, as contribuições ao fundo, desde sua criação, foram responsáveis por US\$7,8 bilhões e os investimentos geraram recursos adicionais de US\$1,5 bilhão – Gráfico 9.

---

<sup>82</sup> “The Peterson Institute for International Economics (PIIE) is a private, nonprofit, nonpartisan research institution devoted to the rigorous and intellectually open study of international economic policy. Since 1981, we have identified and analyzed a wide range of international economic challenges, policy approaches, and practical ideas to help make globalization beneficial and sustainable for the people of the United States and the world.” (texto retirado do website do PIIE). O Instituto é mundialmente famoso por ter sido nele que John Williamson se originou o chamado Consenso de Washington, formulado em 1989, que tinham diretrizes gerais do desenvolvimento do neoliberalismo para as economias latino-americanas.

### Gráfico 9 – Evolução das Contribuições Acumuladas ao Pension Reserve Fund (PRF), 2006-2016

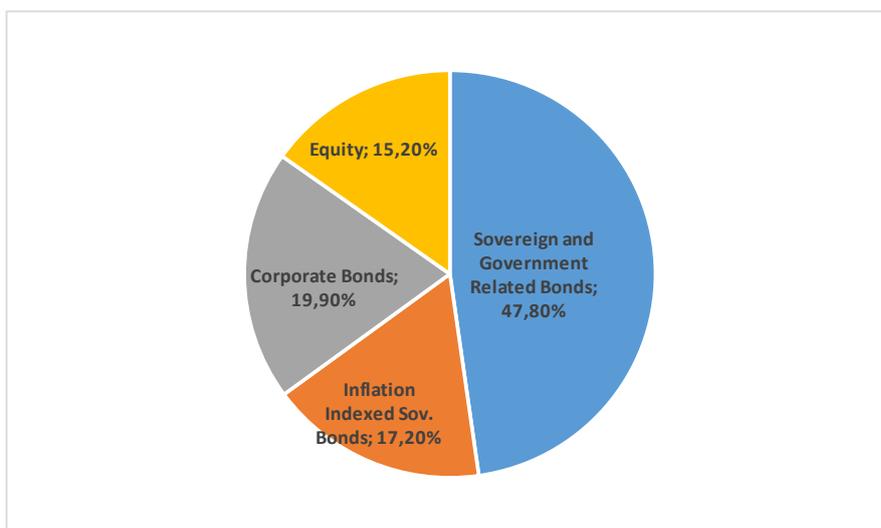
(Em milhões de US\$)



Fonte: *Ministério de Hacienda de Chile*, 2016 - Elaboração própria.

Importante salientar que os maiores aportes em 2012 e 2013 ocorreram em consonância com o *boom* dos preços internacionais e com as regras acima descritas. Vale destacar que a composição do portfólio é concentrada em títulos públicos (47,8%), como podemos ver a partir do Gráfico 10.

### Gráfico 10 – Composição do Portfólio do Pension Reserve Fund (PRF), 2016



Fonte: *Ministério de Hacienda de Chile*, 2016 – Elaboração própria.

## **O *Economic and Social Stabilization Fund* (ESSF)**

Em 2007 o país estabeleceu o chamado *Economic and Social Stabilization Fund* (ESSF), com capital inicial de US\$ 2,6 bilhões, sendo que praticamente todo esse montante (US\$ 2,56 bilhões) adveio do antigo *Copper Stabilization Fund*. O fundo foi criado com o objetivo de cobrir déficits fiscais e amortização de dívida pública, tendo como pressuposto a necessidade de se reduzir a vulnerabilidade diante dos ciclos internacionais. Como vantagem, contribui para que as reduções orçamentárias pudessem ser financiadas pelo ESSF sem que houvesse a necessidade de o país de emitir novas dívidas. De acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal, o fundo recebe anualmente o resultado positivo do balanço entre o superávit fiscal do país e a contribuição para o PRF ao Banco Central do Chile, descontado o pagamento da dívida pública.

Seu comitê financeiro é formado por um corpo externo independente que deve responder ao Ministro das Finanças com relação aos investimentos que estão sendo feitos, o que está de acordo com o artigo 13º da Lei de Responsabilidade Fiscal do país. O valor de mercado do ESSF em setembro de 2016 era de US\$ 14,7 bilhões de dólares. Esse seria o saldo após as contribuições ou aportes da ordem de US\$ 21,8 bilhões (que se somaram aos US\$ 2,6 bilhões iniciais) e dos saques de US\$ 10,9 bilhões, desde sua criação em 2007. Os investimentos, por sua vez, geraram recursos adicionais de US\$ 3,8 bilhões no período.

**Tabela 8 – Contribuições Anuais e Saques Realizados Junto ao *Economic and Social Stabilization Fund* (ESSF), 2007-2016**

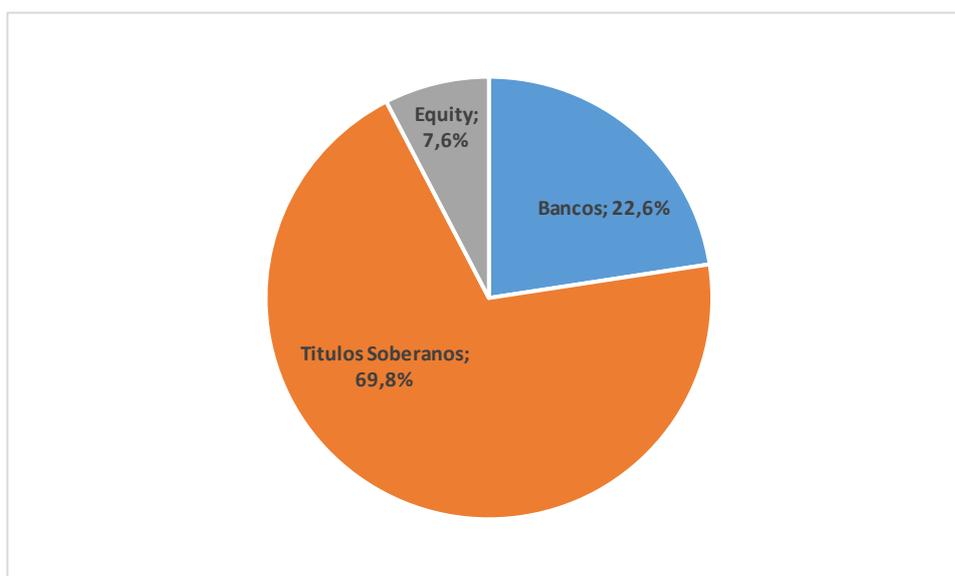
(Em milhões de US\$)

<b>Período</b>	<b>Contribuições</b>	<b>Saques</b>
2007	13.100,00	-
2008	5.000,00	-
2009	-	9.277,70
2010	1.362,30	150,00
2011	-	-
2012	1.700,00	-
2013	603,40	-
2014	-	498,90
2015	-	463,90
2016	-	462,30
<b>Total</b>	<b>21.765,70</b>	<b>10.852,80</b>

Fonte: *Ministério de Hacienda de Chile*, 2016 - Elaboração própria.

A maioria dos investimentos estava em títulos de renda fixa soberanos (92,5%), sendo que 77,5% deste total está atrelado a instrumentos soberanos de países como EUA, Alemanha, Japão e Suíça, enquanto que 15% em depósitos bancários de instituições com altos *ratings* pelas agências internacionais (no mínimo A-). O restante (7,5%) está investido em *equity* (2016).

**Gráfico 11– Composição do Portfólio do Economic and Social Stabilization Fund (ESSF), 2016**



Fonte: *Ministerio de Hacienda de Chile*, 2016 - Elaboração própria.

### 3.4.2. O Caso de Cingapura

Cingapura, da mesma forma que o Chile, tem dois Fundos Soberanos de Riqueza. O período em que ambos foram criados remete as décadas de 1970 e 1980, no entorno das crises do Petróleo (entre 1971 e 1984), mas diferentemente dos demais fundos do período, nenhum deles têm seus recursos provenientes de alguma matéria-prima. A população do país, segundo as estatísticas oficiais, é de aproximadamente 5,5 milhões de habitantes, e seu PIB, estaria na ordem de US\$ 293 bilhões no ano de 2015<sup>83</sup>.

Cerca de 70% da produção doméstica se refere a serviços industriais, sendo a indústria manufatureira o principal motor, representando 25% do PIB. Suas reservas internacionais somam US\$ 247 bilhões e seus dois Fundos, conjuntamente, têm US\$ 520 bilhões de dólares

<sup>83</sup> O crescimento de 2,0% em relação ao ano anterior, no entanto, é menor do que o verificado em anos anteriores - quando chegou a crescer 4,6% em 2013, por exemplo.

em ativos (2016), funcionando como uma das formas de investimento externo do país – que investe fortemente na China e em outros países asiáticos. O *Dollar* de Cingapura, diferentemente do Peso chileno, apresentou pouca volatilidade nas duas últimas décadas, tendo momentos de apreciação e momentos de depreciação, mas sem solavancos maiores (2016).

### Gráfico 12 – Volatilidade Mensal da Taxa de Câmbio Real do Dollar de Cingapura, 1994-2016

2010=100



Fonte: *Bank of International Settlements*, 2016 - Elaboração própria.

O primeiro fundo cingapuriano, o *Temasek Holding*, data de 1974, tendo como foco investimentos de longo prazo, dentro e fora do país. Já seu segundo fundo, criado dez anos depois recebeu o nome de *Government of Singapore Investment Corporation (GIC)*, é voltado totalmente a investimentos externos, com o intuito de preservar - e aumentar - o poder de compra internacional das reservas governamentais.

Uma peculiaridade interessante dos dois casos é que, enquanto o *Temasek* revela periodicamente o valor total de seus ativos (entre US\$ 170 e US\$ 180 bilhões, em 2016), o GIC não o faz, disponibilizando apenas a taxa de retorno médio dos investimentos (usaremos aqui o

dado provido pelo SWFI, que coloca o fundo com ativos de US\$ 350 bilhões, números que o posicionam como o sexto maior do mundo). O Governo de Cingapura alega que a não divulgação dos valores nominais dos ativos em mãos do GIC se deve ao próprio “interesse nacional” uma vez que, caso fosse divulgado, tornaria mais fácil aos “mercados” realizar ataques especulativos em períodos de vulnerabilidade<sup>84</sup>.

**Tabela 9 – Relação entre o PIB, Reservas Internacionais e os Fundos Soberanos de Cingapura (Temasek e GIC), 2015**

Variável	em US\$ bi	Fundos em Conjunto/PIB	Fundos em Conjunto/Reservas
PIB	292,7	181%	-
Reservas	251,8	-	210%
Temasek	180,0		530,0
GIC	350,0		

Fonte: *Department of Statistics of Singapore; World Bank e; SWFI, 2016 - Elaboração própria.*

A importância desses fundos poder ser verificada na tabela acima na comparação com o PIB do país e as Reservas Internacionais. Ainda que o GIC tenha uma parte do seu *funding* oriundo das próprias reservas e que os números não sejam confirmados pelas autoridades, fica claro o quanto tais fundos representam para o país asiático.

### O Temasek Holding

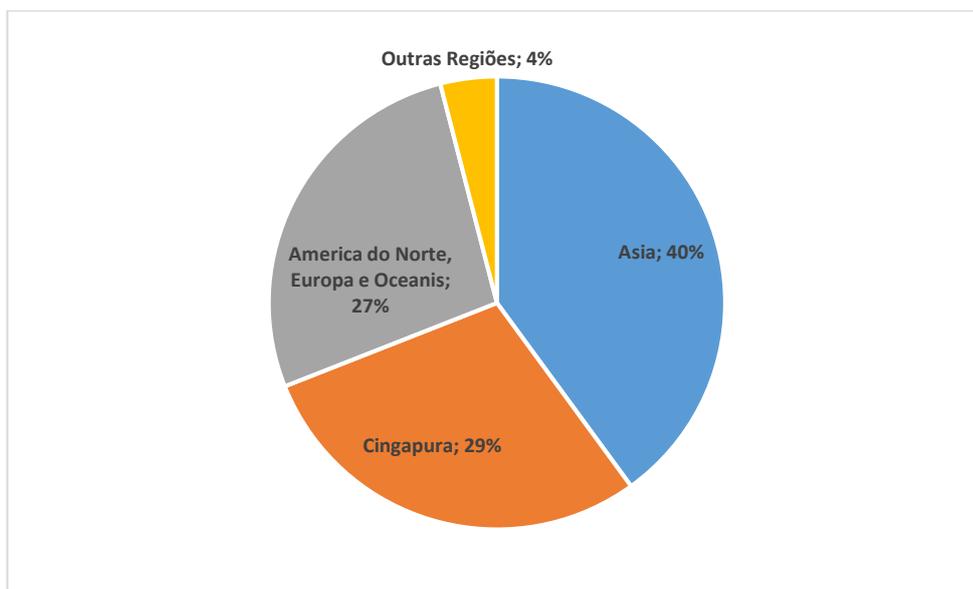
O *Temasek*, foi criado em 1974 com intuito de investir internamente no país, tendo as características básicas de um fundo de desenvolvimento que buscava alocar recursos em investimento de longo prazo, em setores tidos como estratégicos. Consta que a origem dos recursos, inicialmente, vinha das receitas de empresas estatais – ou que o governo tinha participação (Garnero, 2013).

O fundo se intitula como uma Companhia, não sendo nem estatutário, nem uma agência governamental, mas uma entidade regida sob a alçada constitucional, que tem seu presidente e diretores indicados pelo Presidente da República. A partir do início dos anos 2000, entretanto,

<sup>84</sup> Ver mais em: <http://www.gic.com.sg/newsroom/25-faq/governance/87-why-does-gic-not-disclose-the-size-of-its-assets-under-management#sthash.ZJKZNhQa.dpuf>

este deixou de ter apenas objetivo de ser um fundo de desenvolvimento, mudando sua estratégia e expandindo seus investimentos para outros países da região e por outras partes do mundo. Atualmente, de acordo com seu relatório anual, 40% de seus investimentos estão na Ásia (exceto Cingapura), 29% no próprio país, 27% na América do Norte, Europa e Oceania e 4% nas demais regiões (2016).

**Gráfico 13 – Distribuição Geográfica dos Investimentos do Temasek, 2016**



Fonte: *Department of Statistics of Singapore, 2016* - Elaboração própria.

Nos últimos anos, o *Temasek* decidiu abrir escritórios satélites em onze localidades pelo mundo, sendo dois deles na América Latina (São Paulo e Cidade do México) e os demais espalhados pela Ásia, América do Norte e Europa<sup>85</sup>. Tal dado corrobora com a tese aqui levantada de que o desenvolvimento de *expertise* estatal parte da capacidade de o Estado detentor do fundo transformar informação em conhecimento, ao invés de simplesmente depender de informações de terceiros. O fundo, embasado pelo *Singapore Company Act* tem atualmente 580 funcionários espalhados pelo mundo.

A maior parte de seus investimentos está em três setores: Telecomunicações, Mídia e Tecnologia (25%); Serviços Financeiros (23%); e Transporte e Indústria (17%). Sua maior exposição está em moeda doméstica (59%), sendo que os ativos em dólar norte-americano (19%) e em Hong Kong dollars (13%) também tem participações relevantes. Os retornos do

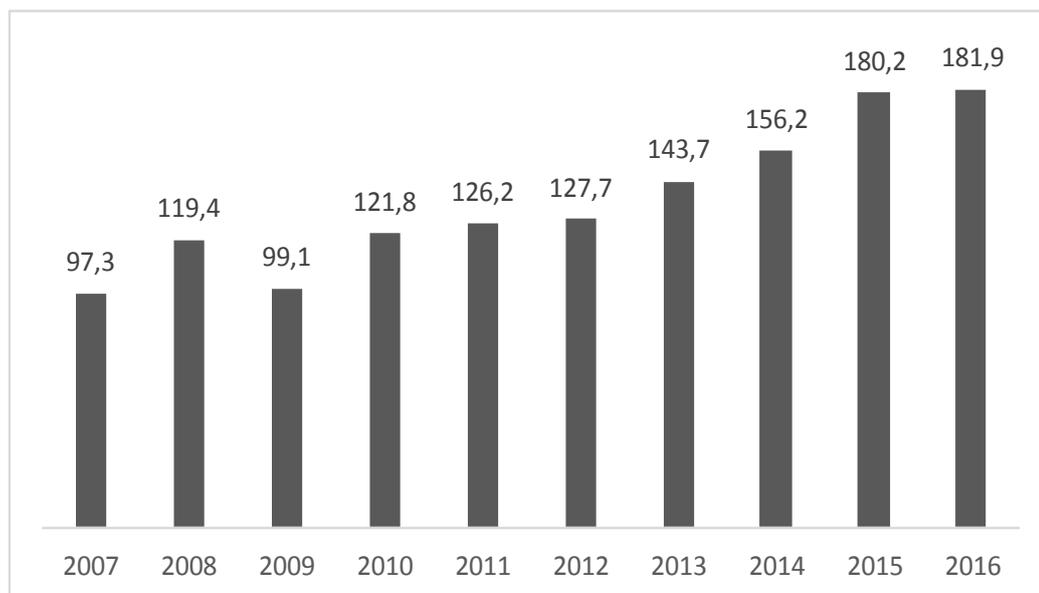
<sup>85</sup> Os outros escritórios estão em: Cingapura, Chennai e Mumbai (Índia), Beijing (China), Hanoi e Ho Chi Minh (Vietnam), Hong Kong, Nova Iorque e Londres.

fundo (entre 15% e 17% em média, desde 1974) causam desconfiança em parte da literatura (BALDING, 2011), que considera um tanto improvável que o fundo seja tão eficiente em comparação com outros investidores, tendo como parâmetro a situação do mercado de ações de Cingapura e seus retornos médios.

Não obstante, as grandes agências de *rating* internacionais (*Moody's Investors Service* e *Standard & Poors Global Ratings*) mantêm o fundo como Triplo A (desde 2004). O Governo, por sua vez, alega que os retornos são altos tanto por sua política de alocação de recursos, como por suas diretrizes, afirmando não inflar os resultados - via injeção de mais capital para além do que é público - e cumprir com os objetivos de longo prazo, tal qual as regras internacionais de boa governança.

#### Gráfico 14 – Evolução dos Ativos do Temasek, 2007-2016

(Em bilhões de US\$)



\*Os dados originais estão em dólares de Cingapura e foi feita a conversão com base na cotação de 13/02/2017 - SGD 1 = US\$ 0,703

Fonte: Temasek, 2016 - Elaboração própria.

Pelo lado fiscal, o chamado *Net Investment Returns Contribution* (NIRC) permite ao governo ter acesso a uma parte do capital de seus fundos, o que poderia chegar a até 50% do NIRC (atualmente US\$ 9 bilhões) – respeitando a posição fiscal do ano financeiro precedente. Seu uso seria destinado para investimentos de longo prazo em educação, Pesquisa e Desenvolvimento, Sistema de Saúde e melhoria física e infraestrutura física. Diferentemente da

gestão do GIC e das Reservas, no caso do Temasek aparentemente não há qualquer ingerência governamental nas decisões de investimento. Suas reservas são separadas entre reservas passadas (já existentes antes da mudança governamental) e as reservas presentes (acumuladas durante o novo regime) e pelas regras, não retirada se as reservas totais são iguais ou ultrapassem as Reservas Passadas.

A estrutura de governança conta com três comitês, o *Senior Divestment and Investment Committee* (SDIC), o *Senior Management Committee* (SMC) e o *Strategy, Portfolio and Risk Committee* (SPRC). O SDIC tem como função gerenciar e formatar o portfólio, decidindo investimentos, estratégias de diversificação, reportando-se aos diretores sobre a decisão final. O SMC revisa e define a governança e as políticas organizacionais, com controles internos, valoração e se responsabiliza pela *compliance*. Já o SPRC revisa a estratégia macroeconômica, global, política, tecnológica e as tendências sociais, tanto no mercado doméstico, quanto nas regiões onde o fundo leva seus investimentos (*Temasek Review, 2016*<sup>86</sup>).

### **O Government of Singapore Investment Corporation (GIC)**

O GIC foi criado em 1984 para ser um fundo estabilizador e garantidor do crescimento das Reservas Internacionais para se precaver de circunstâncias adversas. Seu objetivo, diferentemente do Temasek, seria o de investir divisas unicamente no exterior e de forma menos agressiva, ou seja, considerando-se retornos inferiores. Sua principal fonte de recursos são divisas provenientes das próprias reservas do país, sendo o GIC um instrumento para geri-las em separado. O fundo possui uma empresa privada que administra as reservas internacionais em separado e que é remunerada pelas operações e retornos. Em relação à auditoria, realiza-se através de um Auditor Geral, apontado pelo governo do país.

Segundo as informações de seu relatório anual, o horizonte temporal dos investimentos do GIC nunca seria inferior a cinco anos, tendo o retorno real dos investimentos a média de 4%, desde 2010. Como já mencionado, defende-se que o total de seus ativos não é divulgado por uma questão estratégica, ou seja, para que o país não fique exposto a ataques especulativos, como a experiência histórica já provou acontecer em conjunturas específicas. O Governo entende que, da mesma forma que as reservas, esses ativos são estratégicos “*especially for a small country with no natural resources or other assets. They are a key defence for Singapore*

---

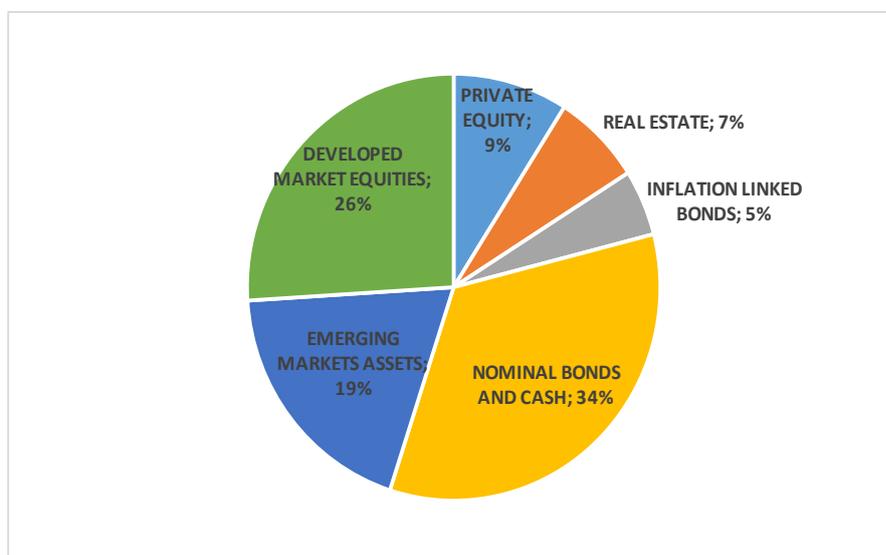
<sup>86</sup> <http://www.temasekreview.com.sg/institution/senior-management.html>

*in times of crisis, and it will be unwise to reveal the full and exact resources at our disposal (Ministry of Finance, 2016<sup>87</sup>)”.*

O Presidente do país tem a prerrogativa de determinar a diretoria e acesso livre as informações confidenciais, com acesso a todos os investimentos e performances<sup>88</sup>, enquanto o auditor geral presta todas as informações anualmente. Por sua vez, não há qualquer ingerência presidencial nas estratégias de investimento do fundo, sendo esta de responsabilidade exclusiva da diretoria<sup>89</sup>.

Vale destacar aqui que um novo quadro de investimento foi aprovado pela diretoria do GIC em 2013, tendo como diretrizes que 65% em ativos privados globais (*Global Equities*) e 35% em títulos globais (*Global Bonds*). Segundo essas diretrizes, o fundo consegue se desenvolver de forma sustentável, com bons retornos e riscos reduzidos. Em 2016, o portfólio era distribuído da seguinte forma:

**Gráfico 15 – Distribuição do Portfolio Government of Singapore Investment Corporation (GIC), 2016**



Fonte: GIC, 2016 - Elaboração própria.

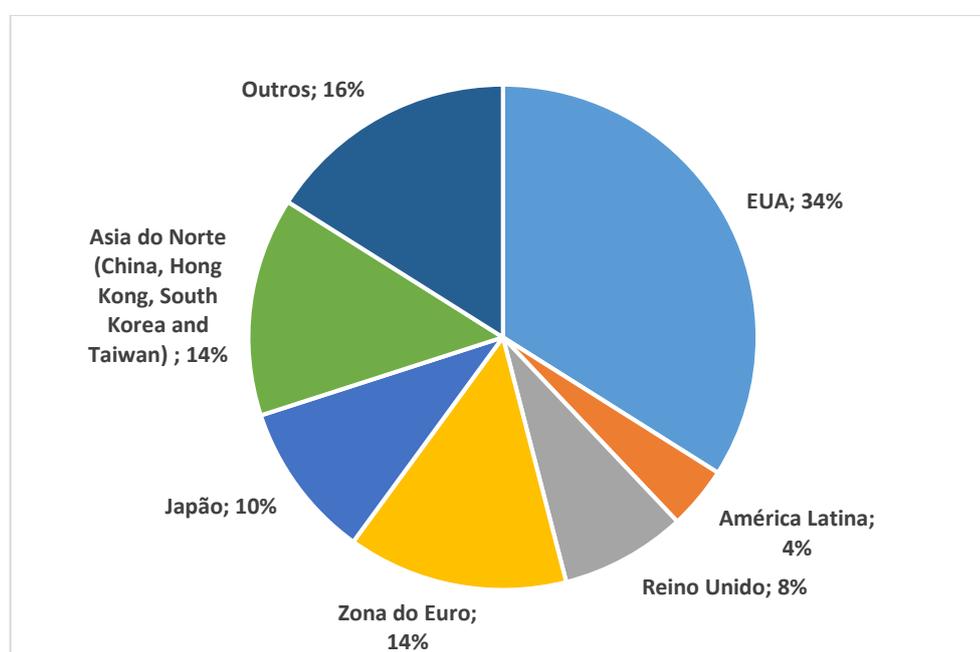
<sup>87</sup> [http://www.ifaq.gov.sg/MOF/apps/fcd\\_faqmain.aspx#FAQ\\_1567](http://www.ifaq.gov.sg/MOF/apps/fcd_faqmain.aspx#FAQ_1567)

<sup>88</sup> Pode aprovar injeções e retiradas de capital, ainda que não seja habitual fazê-lo discricionariamente – três alterações presidenciais foram feitas desde 2008

<sup>89</sup> Pelas regras constitucionais (aprovadas em 2008), uma parte dos rendimentos também compõe o NIRC, que corresponde a 13% do orçamento anual do país (2015).

O GIC, tal qual o Temasek, também adotou uma política de abrir escritórios satélites em diversas partes do mundo. No total são 10 escritórios espalhados pelas Américas, Europa e Ásia, variando poucas localidades em relação ao outro fundo (há escritório no Coreia do Sul e no Japão, além de EUA, Brasil, Reino Unido, China e Índia), tendo cerca de 1.300 funcionários pelo mundo<sup>90</sup>. Os investimentos, bastante espalhados por diferentes países, justificam a abertura desses escritórios, conforme mostra o gráfico 16.

**Gráfico 16 – Distribuição Geográfica dos Investimentos do Government of Singapore Investment Corporation (GIC), 2016**



Fonte: GIC, 2016 - Elaboração própria.

O fundo tem uma estrutura organizacional que conta com o Conselho de Diretores, um Conselho Consultivo Internacional, um conselho de comitês (que inclui: um comitê de estratégias de investimento, um conselho de investimento, um comitê de risco, um conselho de auditoria, um comitê de recursos humanos e organizacional) e uma Gerência (GIC

<sup>90</sup> Desses funcionários, 64% são cingapurianos, 17% da Ásia, África e Australásia, 10% das Américas e 9% da Europa. O recrutamento é feito tendo como exigência o comprometimento com os valores da empresa, tendo programas específicos para recém graduados (*GIC Professionals Programme – GPP*) assim como estagiários e especialistas em meio de carreira que possam criar novas oportunidades e ensinar os novos empregados.

*Management*). Qualquer mudança na direção do fundo tem de passar necessariamente pelo Ministério das Finanças.

Uma parte dos ativos do GIC é gerenciada por agentes externos, variando entre as classes de ativos, e incluem-se fundos imobiliários, de *private equity*, *Bond Funds*, *Index Funds* e *Hedge Funds*. Dentre as razões para se utilizar de serviços de gestores está a contribuição para que se aprofunde a própria compreensão do GIC sobre os mercados financeiros. O Fundo alega que a relação duradoura com alguns gestores contribuiu, não apenas no que se refere aos retornos, mas também a ideias e pesquisas sobre investimentos de alta qualidade e desenvolvimento de melhores práticas nos investimentos e operações.

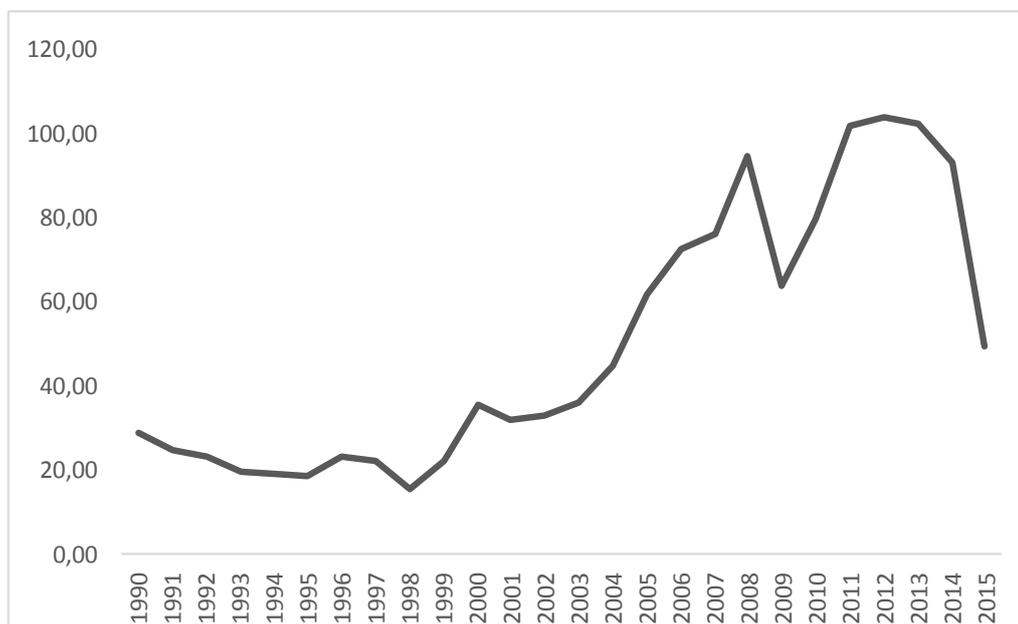
### **3.4.3. O Caso da Noruega**

O caso norueguês talvez seja o mais famoso do mundo no que se refere ao poder, à gestão e ao caráter social de um fundo soberano. Criado em 1990, seu fundo cumpre um papel fundamental às finanças do país. Com população de 5,3 milhões de habitantes e PIB de US\$ 386 bilhões no ano de 2015 (Banco Mundial, 2017), a Noruega tem no petróleo sua grande fonte de riqueza (entre 25% e 40% do PIB, a depender dos preços internacionais). Essa riqueza, entretanto, faz o país ter vulnerabilidades fiscais em caso de queda violenta dos preços, como nos últimos anos. Suas reservas internacionais somam algo em torno de US\$ 57,5 bilhões, enquanto seu fundo soberano detém US\$ 890 bilhões de dólares em ativos (2016).

O Preço internacional do Petróleo durante praticamente toda a década de noventa permaneceu em níveis relativamente constantes. Em 1998, por sua vez, inicia-se um movimento de alta (até meados de 2000), mas foi a partir de 2003 que os preços começaram a subir a níveis mais expressivos, até atingir os US\$ 95, em 2008. Com a crise e a brusca redução da atividade mundial, houve uma ligeira queda de seu valor em 2009, com rápida recuperação nos anos seguintes, ultrapassando, então, a barreira dos US\$ 100 até 2013. Em 2014, iniciou-se uma nova queda, atingindo a casa dos menos de US\$ 50 no ano de 2015. O Gráfico 17 demonstra a evolução do preço internacional do Petróleo do tipo Brent, entre 1990 (ano de fundação do fundo norueguês) e 2015, segundo dados do Banco Mundial.

### Gráfico 17 – Evolução dos Preços Internacionais do Petróleo, 1990-2015

(Em US\$, preços reais)



Fonte: World Bank Commodity Price Data, 2016 – Elaboração própria.

A Coroa Norueguesa – tal qual a moeda de outros países exportadores de matérias-primas – apresenta comportamento bastante volátil, ainda que apreciações e depreciações fiquem dentro de intervalos de níveis razoáveis durante a maior parte do tempo, o que significa que as mudanças de preços relativos não são tão bruscas como em outras economias do mundo. Conforme o Gráfico 18, seriam basicamente três momentos onde se rompe a barreira desses intervalos de forma mais contundente: em 2003, no período do início da subida de preço; em 2009, com a crise e a queda dos preços do petróleo; e em 2014, quando o preço do barril sofreu queda vertiginosa.

## Gráfico 18 – Volatilidade Mensal da Taxa de Câmbio Real da Coroa Norueguesa, 1994-2016

2010=100



Fonte: *Bank of International Settlements*, 2016 - Elaboração própria.

O fundo do país, como pode-se verificar na Tabela 10, é de suma importância para a Noruega, o que pode ser comprovado através de uma simples comparação de seu tamanho frente ao PIB local – tendo mais de duas vezes o tamanho deste e sendo mais de quinze vezes superior às reservas internacionais em mãos de seu Banco Central.

**Tabela 10 – Relação entre o PIB, Reservas Internacionais e o Fundo Soberano da Noruega, 2015**

Variável	em US\$ bi	Fundos/PIB	Fundo/ Reservas
PIB	386,0	230%	-
Reservas	57,5	-	1544%
GPF-G	888,0		

Fonte: *Statistics Norway*, *World Bank e*; *Government Pension Fund-Global*, 2016 - Elaboração própria.

## **O *Government Pension Fund – Global***

Pode-se dizer que o Fundo Soberano norueguês cumpre papel fundamental à política econômica do país. Criado em 1990, o fundo foi concebido para ser um instrumento capaz de dar margem de manobra à política fiscal do país em dois possíveis casos: na queda das receitas provenientes do petróleo ou quando a economia viesse a enfrentar percalços. A questão do envelhecimento populacional e de como gerenciar as receitas para as futuras gerações deram o norte de seu formato que hoje serve de modelo para diversos FSR pelo mundo. Designado a realizar investimentos de longo prazo, seu desenho permite ao governo realizar saques para cobrir eventuais déficits fiscais, quando necessário (o governo do país sacou cerca de US\$ 3,6 bilhões de dólares em 2016, segundo o GPF-G), sendo, portanto, um fundo com múltiplos objetivos.

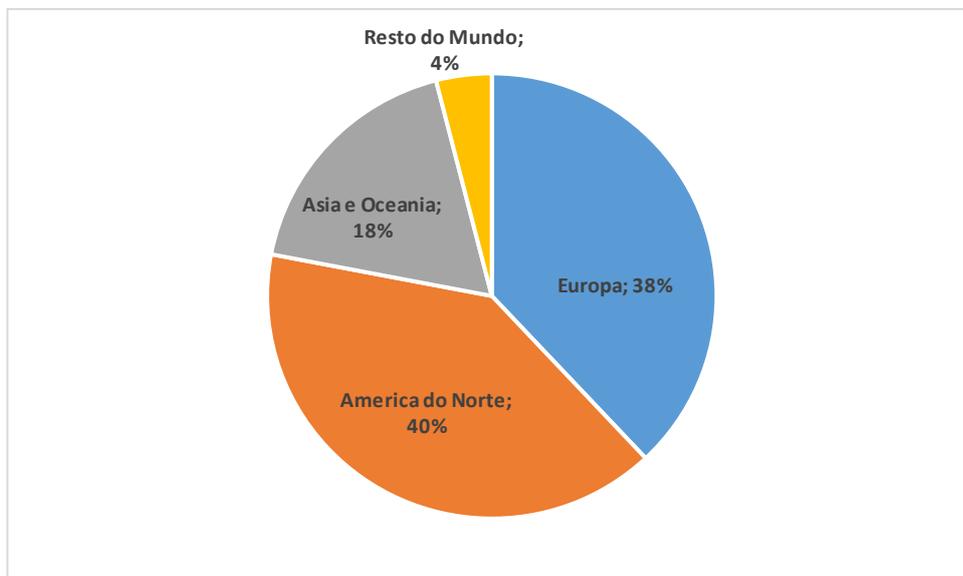
A história do fundo norueguês está diretamente conectada aos acontecimentos no mercado do petróleo. As discussões acerca de como gerir suas receitas iniciam-se de 1974<sup>91</sup>, uma década após as descobertas de existência de óleo *off-Shore* e cinco anos após o início da extração na costa o país. Em 1983, surge a primeira proposta de se criar um fundo, finalmente lançado em 1990 com o nome de *Government Petroleum Fund*. Em 1996, ocorre o primeiro repasse e, neste mesmo ano, decide-se renomear o fundo como *Government Pension Fund – Global* (GPF-G), no intuito de enfatizar seu papel como instrumento de garantir que recursos originados de uma riqueza finita fossem poupados para futuras gerações.

A estratégia inicial seria a de reinvestir apenas em títulos públicos, porém, dois anos depois, decidiu-se que 40% dos recursos já seriam destinados a investimentos em *equities*, diversificando seu portfólio em busca de maiores retornos. Nos anos 2000, com o crescimento dos preços internacionais, vastas quantias foram transferidas ao GPF-G, colocando-o em poucos anos entre os maiores FSR do mundo. Atualmente, o fundo conta com ativos de aproximadamente US\$ 890 bilhões de dólares, tem retorno médio de 5,8% (entre 1998 e 2015) e seus investimentos estão concentrados em países europeus e norte-americanos, conforme mostra o gráfico 19.

---

<sup>91</sup> Neste ano o Ministro das Finanças enviou ao parlamento uma discussão sobre o papel do Petróleo na sociedade norueguesa.

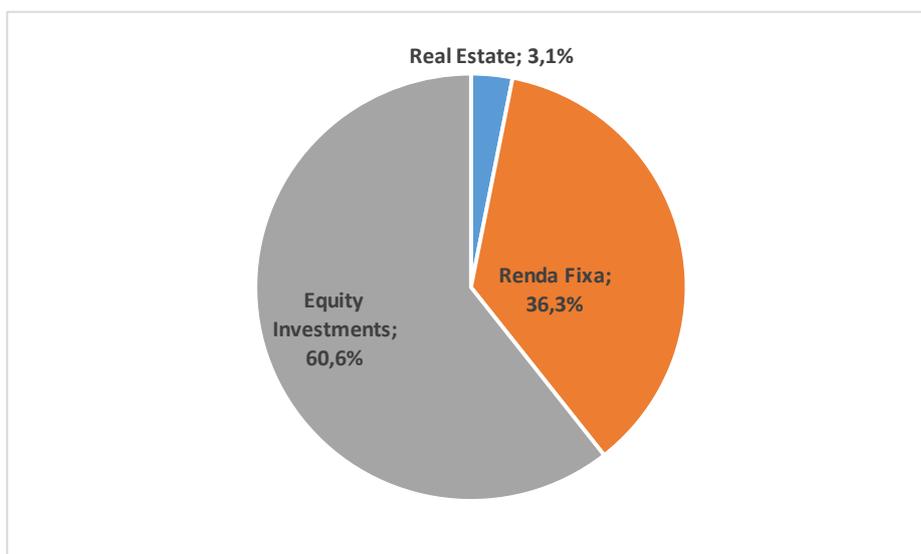
**Gráfico 19 – Distribuição Geográfica dos Investimentos do Government Pension Fund – Global (GPF-G), 2016**



Fonte: GPF-G, 2016 - Elaboração própria.

Entre seus investimentos, a maior parte está alocado em *equities* e parte em renda fixa, além de uma parcela residual em *real estate* e segundo a política do fundo, o ideal seria distribuí-los, percentualmente em 60/35/5, respectivamente. Como podemos ver no Gráfico 20, a distribuição atual de seus ativos estaria bem próxima do ideal.

**Gráfico 20 – Distribuição do Portfólio do Government Pension Fund – Global (GPF-G), 2016**



Fonte: GPF-G, 2016 - Elaboração própria.

O fundo norueguês investe apenas externamente e tem cerca de 500 funcionários em seus escritórios de Oslo, Londres, Nova Iorque, Cingapura e Xangai, além de contar com gestores externos que gerenciam uma parcela de 4% do total de recursos. Segundo o fundo, os mandatos desses agentes respeitam alguns critérios e estão em segmentos específicos, onde se considera não valer a pena desenvolver *expertise* interna.

A preocupação em desenvolver conhecimento pode ser verificada através da criação do *Norwegian Finance Initiative* (NFI), em 2011. Esse instituto interno ao fundo busca, basicamente, fortalecer a pesquisa na área de gerenciamento de ativos de longo prazo e criar uma relação próxima com pesquisadores, a fim de atender aos desafios e questões (de longo prazo) em que o fundo queira se aprimorar, tal qual: precificação de ativos, teorias de *portfólio*, finanças corporativas e governança corporativa.

O retorno de longo prazo deve dialogar com a sustentabilidade econômica, o meio ambiente e o desenvolvimento social. As mudanças tecnológicas recentes vêm mudando exponencialmente a estrutura do mercado financeiro, alterando seu funcionamento, liquidez e, conseqüentemente, a ação dos atores envolvidos no processo. Diante disso, sente-se a necessidade de entender como todas essas questões alteraram o poder de barganha dos participantes, como impactam as classes de ativos, como grandes investidores lidam com isso, as conseqüências regulatórias e a necessidade de intervenções políticas.

Sob responsabilidade do Ministério das Finanças, seu gerenciamento foi delegado ao *Norges Bank Investment Management* (NBIM), um braço do Banco Central da Noruega através do *Government Pension Fund Act*. As decisões quanto às estratégias, por sua vez, ficam a cargo do próprio ministro das finanças e passa por discussões no parlamento, sendo a responsabilidade final sob a alçada do auditor geral. O gerenciamento é feito de forma a diferenciar os responsáveis pelas diferentes classes de ativos, tendo um comitê responsável por aconselhar a diretoria.

## Considerações finais

A decisão tomada por uma série de países de criar Fundos Soberanos de Riqueza está ancorada em fatores internos e externos a seus Estados de origem. A proposta desta pesquisa foi trabalhar esta perspectiva e entender como as mudanças globais ocorridas desde a década de setenta impulsionaram os fluxos de capitais em quantidade e velocidade (deixando-os cada vez mais voláteis), e colocaram o mercado de capitais como principal instrumento sistêmico de ajustamento das economias domésticas. Conhecer as especificidades sistêmicas e a relação entre o crescimento do déficit norte-americano e os consequentes superávits, permitiu que se entendesse as razões pelas quais houve, em determinados momentos e em determinados lugares, um empoçamento da moeda americana.

Por sua vez, esse empoçamento - ou o excesso de dólares - em diferentes momentos, tem potencial de gerar problemas macroeconômicos aos países. Dentre esses problemas, a perda de controle sobre o câmbio e seus reflexos na estrutura produtiva do país, na inflação e etc. seriam claros obstáculos ao próprio desenvolvimento. Uma maneira de lidar com esses distúrbios foi criar Fundos Soberanos de Riqueza, o que ocorreu principalmente nas últimas duas décadas (quando a globalização financeira se consolidou), pelos mais variados países, a partir de seus próprios dilemas e objetivos.

Para muitos desses países, os montantes de divisas são tão volumosos que tornaria qualquer mecanismo de reciclagem interna praticamente impossível. A forma encontrada de reciclar esses dólares, acabou sendo o mercado financeiro dos EUA e por conta disso, boa parte dos ativos em mãos dos Fundos acaba se direcionando para o centro do sistema. A razão primeira da criação de um Fundo, portanto, é sempre defensiva. Porém, outros objetivos são incluídos a partir das especificidades de cada país.

Outra questão colocada e verificada é que se poderia fazer a reciclagem unicamente por meio de gestores privados. Entretanto, a partir das características do mercado financeiro - amplamente descritas no Capítulo 2 -, pode-se entender as razões pelas quais diversos países decidiram criar estruturas próprias de gestão. Essas estruturas, com suas burocracias particulares, dialogam com as necessidades, vulnerabilidades e trajetórias de cada país (assim como com o poder de sua moeda e sua forma de inserção, seus déficits e superávits) mas são também uma forma de interagir e de adquirir conhecimento sobre o *modus operandi* do mercado e acompanhar suas constantes transformações.

No intuito de conhecer na prática como isso se materializa para os países que criam FSR, elegeu-se explorar os casos de Chile, Noruega e Cingapura a partir das informações públicas de cada um. Sabe-se, no entanto, que existe um forte componente exploratório nessa pesquisa, uma vez que a proposta colocada tem certo ineditismo. Ainda assim, a contribuição que parece ter emergido é a de que existe uma agenda de pesquisa ainda pouco explorada.

O Chile e a Noruega criaram seus fundos a partir da exportação de matérias primas, o Cobre e o Petróleo, respectivamente e, ainda que seus preços internacionais variem de formas diferenciadas, é possível enxergar que ambos apresentam grande volatilidade, impondo aos dois países necessidade lidar com impactos cambiais e fiscais. Entretanto, o elemento comum entre ambos é a decisão de criar um fundo para guardar para gerações futuras as receitas geradas por riquezas finitas. O fundo norueguês, no entanto, é voltado para Poupança Intergeracional e permaneceu assim desde sua criação, enquanto o Chile desmembrou seu antigo fundo em dois para buscar objetivos diferenciados. No caso de Cingapura, seus fundos têm outras origens e seus objetivos não são tão claros, mas mesmo assim é possível encontrar evidências acerca de seus objetivos.

Ainda que os objetivos dos fundos, muitas vezes, não sejam facilmente identificáveis quando analisados isoladamente, a comparação desenvolvida no quadro abaixo nos permite compreender melhor alguns pormenores, características e questões envolvidas. Em uma primeira análise, podemos destacar algumas questões:

- Todos os cinco fundos apresentados aqui possuem mais de um objetivo;
- Países com mais de um fundo os construíram para lidar com problemas diferenciados e entenderam que necessitavam de um fundo específico para cada questão;
- A necessidade de estabilização das economias ocorre em todos os países analisados, seja ela cambial ou fiscal.

**Tabela 11 - Objetivos Encontrados nos Cinco Fundos Soberanos de Riqueza Analisados**

País (Fundo)/ Objetivos	Chile		Cingapura		Noruega
	Chile Pension Reserve Fund	Economic and Social Stabilization Fund	Temasek	Government of Singapore Investment Corporation	O Government Pension Fund - Global
<b>Poupança Intergeracional</b>					
<b>Estabilização</b>					
<b>Financiamento</b>					
<b>Diversificação de Carteira de Ativos</b>					
<b>Desenvolvimento</b>					
<b>Estratégico</b>					

Elaboração própria.

Do ponto de vista das pré-condições e de como os fundos lidam com suas questões domésticas e externas, acredita-se que o quadro acima dê conta de explicá-las a contento, ou seja, da necessidade de entendê-los como instrumentos estatais que atuam, predominante, externamente. Dito isso, os países necessitam de burocracias próprias e diferenciadas para gerir esses Fundos. De cada burocracia, as capacidades estatais nascem e se desenvolvem e, a partir das evidências (ou pistas) encontradas na análise dos casos, percebe-se elementos diferenciadores de país a país. Para melhor entendê-las, construímos o quadro abaixo (o qual tem como base as informações do item 1.4) que trabalha as dimensões internas e externas do desenvolvimento das capacidades e como as expertises se desenvolvem.

**Tabela 12 - As Capacidades e Burocracias dos Fundos Soberanos de Riqueza de Chile, Cingapura e Noruega, Caso a Caso**

País	Dimensões	Critérios	Variáveis Independentes	Resultados Intermediários	Resultados Finais
Chile	Burocracia (Interna)	<b>Eficiência/Coerência:</b> O Chile conseguiu desenvolver seus dois fundos de forma coerente, alinhados às necessidades do país: dentre os objetivos estavam poupar recursos para gerações futuras, estabilizar as receitas e não permitir que sua taxa de câmbio se descontrole ainda mais. A partir da LRF do país, o PRF havia garantia de que nenhuma retirada seria realizada até 2016 – dados recentes mostram que ainda não há notícias oficiais sobre o uso desses recursos. O ESSF, por sua vez, vem cumprindo seu papel de ser um fundo para cobrir déficits do governo. As contribuições nos últimos 10 anos superam em muito os saques e, nos três últimos anos verificou-se que o governo não fez nenhum depósito nem realizou saques. Ainda assim o fundo vem cumprindo com seu papel como um instrumento importante de estabilização.	<b>Profissionalização/ Autonomia/ Coesão:</b> Aparentemente os fundos detêm grande autonomia em relação ao governo. Os critérios de profissionalização capacitam seu corpo de gerência em cumprir com os objetivos de cada fundo. As políticas de investimento decididas junto ao governo com periodicidade semestral indicam que a gestão é bastante profissional, sem a intromissão política constante e seguindo os critérios e princípios internacionais.	<b>Escolhas:</b> As escolhas, ao que parece, tem gerado frutos ao país, tendo os dois fundos crescido de tamanho e ganho representatividade, apesar, porém, de a taxa de câmbio chilena apresentar grande volatilidade.	<b>Desenvolvimento de Expertise:</b> No que se refere à expertise, relativamente aos dois outros países aqui apresentados, o Chile não explicita tanto em seus relatórios a necessidade de desenvolvê-la no que se refere à burocracia. O julgamento, portanto, se dá mais no âmbito institucional, o que aparentemente se justifica.
	Capacidade Relacional (Externa)	<b>Legitimidade/Transparência:</b> Os dois fundos são considerados altamente transparentes, com relatórios periódicos, política de gestão interna e externa claras e tendo os Princípios de Santiago como guia. Ambos os fundos recebem grau máximo de transparência pelos critérios do Sovereign Wealth Funds Institute.	<b>Relações com governos e mercado:</b> Não consta que os chilenos sejam muito agressivos externamente em suas aquisições. Como seus fundos tampouco estão entre os maiores do mundo (o ESSF é o 36º e o PRF o 40º, SWFI, 2016) e são considerados altamente transparentes, essas relações ocorrem sem histórico de conflitos ou questões do gênero.	<b>Suporte Político/ Expertise:</b> A gestão segue regras claras, sem que o governo tenha que esconder ou defender eventuais investimentos. A única estratégia explícita dos fundos seria o uso de a se agentes externos variados para não ficar extremamente dependente de um único agente.	<b>Atingimento dos objetivos:</b> Os fundos, por todos os critérios já explicitados, parecem atingir seus objetivos, que se ajustam à decisão de criar dois fundos a partir do fundo anterior - cada um com objetivos e regramentos específicos.
Cingapura	Burocracia (Interna)	<b>Eficiência/Coerência:</b> Os fundos de Cingapura são um pouco mais polêmicos do que os chilenos. Existem dúvidas quanto aos retornos do Temasek e o GIC não apresenta seu total de ativos. Tais motivos tornam difícil apontar questões como a coerência e eficiência de seus fundos.	<b>Profissionalização/Autonomia/Coesão:</b> As regras de governança, a política de auditoria, dentre outros critérios internos parecem claros. No entanto, algumas mudanças nos objetivos declarados dos fundos e a desconfiança quanto ao caráter especulativo do mercado podem inibir que o governo tenha mais intromissão nas decisões internas.	<b>Escolhas:</b> Os fundos cingapurianos têm tamanhos consideravelmente grandes para o país. Em conjunto, possuem o dobro que as próprias reservas gerenciadas por seu banco central, o que os torna como centrais na política econômica. A partir de tais considerações pode-se entender que as escolhas vêm dando frutos uma vez que ambos os seus fundos continuam crescendo.	<b>Desenvolvimento de Expertise:</b> A decisão de ter 21 escritórios satélites (11 do Temasek e 10 do GIC) demonstra que existe uma estratégia de transformar mera informação em conhecimento por parte dos gestores dos fundos. Essa decisão passa, sem dúvida, pelas autoridades do país e dão pistas sobre as regiões onde se considera importante que se desenvolva mais conhecimento.
	Capacidade Relacional (Externa)	<b>Legitimidade/Transparência:</b> O Temasek, apesar das desconfianças com relação aos retornos declarados, é considerado altamente transparente pelos critérios internacionais. Já o GIC, tem grau 6, numa escala de 10, pelas razões já explicitadas.	<b>Relações com governos e mercado:</b> O GIC é o 8º maior fundo do mundo e o Temasek o 12º. Ainda que haja certa desconfiança, o fato de ambos os fundos terem escritórios em países desenvolvidos e emergentes, aparentemente é bem aceito pelas autoridades onde estão estabelecidos. Como são fundos mais antigos – criados nos anos setenta e oitenta –, o mercado já os conhece, ainda que alguns receios existam.	<b>Suporte Político/ Expertise:</b> As autoridades cingapurianas tratam os fundos como estratégicos para a gestão e econômica do país. O ganho de conhecimento externo e a desconfiança com o mercado determinam qual o tipo de expertise o governo busca desenvolver.	<b>Atingimento dos objetivos:</b> Os fundos cingapurianos têm múltiplas funções. Diante de sua importância para o país e no esforço do governo em mantê-los tal como são, acredita-se que seus objetivos estão sendo atingidos.
Noruega	Burocracia (Interna)	<b>Eficiência/Coerência:</b> A Noruega criou e desenvolveu seu fundo com o objetivo de poupar recursos para gerações futuras, estabilizar as receitas – e não para controlar a invasão de divisas. Diferentemente dos outros dois países analisados, um único Fundo, com regramento e governança, consegue cumprir com seus objetivos (de poupança e estabilização) de forma coerente, sem que haja grandes estrangulamentos.	<b>Profissionalização/Autonomia/Coesão:</b> O GPF-G tem alto grau de profissionalização, gestão de pessoas, compreendendo que as mudanças tecnológicas impõem desafios domésticos. A autonomia é garantida e qualquer decisão estratégica deve passar por diversas instâncias governamentais, dentre elas o parlamento. Há ainda uma série de conselhos que se encarregam de dar suporte à decisão dos responsáveis pelo gerenciamento direto do fundo.	<b>Escolhas:</b> O GPF-G tem imensa importância para a gestão econômica do país. O tamanho do fundo, 15 vezes superior às reservas internacionais, explicitam a dimensão da escolha do governo em ter um instrumento com essas características.	<b>Desenvolvimento de Expertise:</b> O Fundo tem 5 escritórios em grandes centros financeiros internacionais. Além disso, criou-se o Norwegian Finance Institution, que busca fortalecer a capacidade de pesquisa em diálogo com a sustentabilidade econômica, o meio ambiente e desenvolvimento social. As áreas de concentração das expertises desenvolvidas compreendem temas como: precificação de ativos, teorias de portfólio, finanças corporativas e governança corporativa.
	Capacidade Relacional (Externa)	<b>Legitimidade/Transparência:</b> GPF-G é considerado altamente transparente pelos critérios internacionais.	<b>Relações com governos e mercado:</b> O Fundo norueguês é o maior fundo do mundo, tem seus investimentos espalhados por diversas regiões e segue as regras do mercado, assim como as legislações locais.	<b>Suporte Político/ Expertise:</b> O Fundo é tratado nacionalmente como um patrimônio da população norueguesa. Como tal, o governo trabalha-o dentro de um espectro amplo de legitimidade interna e apoio da sociedade como um todo. O ganho de expertise é trabalhado dentro deste espectro mais amplo, onde a própria gestão passa pelos interesses nacionais.	<b>Atingimento dos objetivos:</b> Levando em consideração que o GPF-G é tido como exemplar, tem legitimidade interna e externa, acumulando ativos de quase um trilhão de dólares. Acredita-se que o fundo cumpra primordialmente com seus objetivos de poupança e estabilização, assim como seu caráter estratégico de desenvolver expertise para lidar com o mercado financeiro global.

Elaboração própria

Este quadro-resumo permite que façamos algumas comparações:

- O Chile, dentre os países analisados, apresenta (a partir das informações disponíveis) menor interesse em desenvolver conhecimentos específicos para seus fundos. As razões podem ser diversas mas acredita-se que o tamanho, e conseqüentemente, a importância de seus FSR para o país coloca tal questão em posição secundária. Mesmo tratados em conjunto, eles ainda são bem inferiores às reservas internacionais, o que permite inferir que o foco da gestão externa de divisas chilenas não sejam os Fundos Soberanos;
- No caso de Cingapura, o fato da decisão por criar diversos escritórios satélites pelo mundo pode ser um grande sinal de que o governo entende que desenvolver expertise e conhecimento seja primordial para seus objetivos. Ademais, seu maior fundo tem clara influência do governo no que se refere à decisão de não divulgar o tamanho de seus ativos para não dar armas ao mercado especulativo para realizar ataques à moeda do país;
- Já a Noruega, seria a detentora não só do maior fundo do mundo, como, talvez, do mais bem gerido. O Fundo Soberano norueguês é tido, inclusive, como exemplo por organismos multilaterais, tais como Banco Mundial e Fundo Monetário Internacional. A transparência e as informações disponíveis permitem enxergar seu caráter estratégico e, o fato de ter escritórios em grandes centros financeiros internacionais e de ter desenvolvido a iniciativa de atrair pesquisadores que desenvolvam temas de interesse do próprio fundo - e de sua gestão - pode ser considerado um movimento claro de busca de ganho de expertise.

Obviamente, não se pode extrapolar esses elementos para as dezenas de Fundos Soberanos de Riqueza existentes no mundo atualmente. No entanto, o presente trabalho permite que se vislumbre uma agenda de pesquisa capaz de compreendê-los como elementos de economia política internacional, pois lidam com peculiaridades nacionais no âmbito internacional, da relação constitutiva entre o Estado e o mercado. Ao mesmo tempo, são crias da estrutura sistêmica, das relações de poder e das conjunturas globais. Suas atuações por dentro do mercado complexifica qualquer abordagem que busque desenvolver o conceito de capacidades estatais isolando o lado financeiro e seus fluxos, mas ao mesmo tempo permite que tais capacidades sejam vistas por esse viés. Analisá-los caso a caso é a única forma de conhecer esses instrumentos e suas burocracias, o que, só pode ser feito quando da interconexão entre os FSR e os dilemas, vulnerabilidades e oportunidades em mãos de cada país.

## Referências Bibliográficas

AGLIETTA, M. *Macroeconomia Financeira: Mercado Financeiro, Crescimento e Ciclos*. V1. São Paulo: Loyola, 2004.

AGLIETTA, M. *Le dólar, le yuan et le Système Monétaire International*, *Alternatives Economiques*, n.45, jan. 2010.

AGLIETTA, M. *Sovereign Wealth Funds in the mutation of global finance*. In: CSAF International Conference, 2013. Abu Dhabi. Plenary Session 4: Sovereign Wealth Funds and Institutional Investors. 2013, 28p.

AKYÜZ, Y. *Financial liberalization: the key issues*. In: AKYÜZ; HELD (orgs.). *Finance and the real economy: issues and case studies in developing countries*. United Nations University; Economic Commission for Latin America and the Caribbean, 1993.

AL-KHARUSI, Q., DIXON, A & MONK, A. *Getting Closer to the Action: Why Pension and Sovereign Funds are Expanding Geographically*. Global Projects Center Stanford University, 2014.

ARROYO, M.. *Território, Mercado e Estado: uma convergência Histórica*, *Geographia*, Ano. 6, nº 12, 2004.

BALDING, C. *A Brief Research Note on Temasek Holdings And Singapore: Mr. Madoff Goes to Singapore*. HSBC Business School Peking University Graduate School, 2012.

BARRACLOUGH, G. *Introdução à História Contemporânea*. 4ª ed. Rio de Janeiro, Zahar, 1976.

BARREIROS, D. *O Padrão Ouro e o Poder Britânico (1870-1914): leituras e interpretações (mimeo)*, 2014.

BERGSTEN, F. *The Euro and the Dollar*, in A. Posen (ed.) *The Euro at Five: Ready for a Global Role?* Washington, DC: Institute for International Economics, 2005.

BERNSTEIN, S., LEINER, J & SCHOAR, A. *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*. *Journal of Economic Perspectives* – v.27, n.2, p. 219-238, 2013.

BOSCHI, R. e GAITÁN, F. A Recuperação do Papel do Estado no Capitalismo Globalizado. In: *Capacidades Estatais em Países Emergentes: O Brasil em Perspectiva Comparada*. Ed. Gomide e Boschi. Rio de Janeiro: Ipea, p. 509-528, 2016.

BOYER-XAMBEAU. M, DELEPLACE, G., GILLIARD, L. *Private Money and Public Currencies: the 16<sup>th</sup> century challenge*. Armonk. M.E. Sharpe, 1994.

BREMMER, I. *State Capitalism Comes of Age*. *Foreign Affairs* 88 No. 3. Maio Junho de 2009.

CASTELLI, M & SCACCIAVILLANI, F. *The New Economics of Sovereign Wealth Funds*. A John Wiley & Sons Ltd. West Sussex, 2012.

CINTRA, M. e MARTINS, A. O Papel do Dólar e do Renmimbi no Sistema Monetário Internacional. In: *As transformações no sistema monetário internacional/orgs: Cintra e Martins*, Brasília: Ipea, p.211-322, 2013.

CLARK, G. e MONK, A. *Modernity, Imitation, and Performance: Sovereign Funds in the Gulf*. In: *Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power*. Princeton University Press, 2011.

CLARK, G. e MONK, A. *Sovereign Wealth Funds: Form and Functions in the 21st century*. Nota di Lavoro 140.2010. FEEE, Milano, 2010.

COHEN, B. *The Future of Sterling as an International Currency*, London: McMillan, 1971.

COHEN, B. *The geography of money*. Ithaca, Cornell University Press, 1998.

COHEN, B. *The Future of Money*, Princeton University Press, 2004.

COHEN, B. *The Macfoundations of Monetary Power*. In: *International Monetary Power*. David M. Andrews (ed.), Cornell University Press: 2004.

COHEN, B. *International Political Economy: An Intellectual History*. Princeton University Press, 2008.

COHEN, B. *Sovereign Wealth Funds and National Security: the Great Trade Off*. In: *International Affairs* 85:4, p.713-731, 2009.

COHEN, B. *A Geografia do Dinheiro*. São Paulo, Ed. Unesp, 2014.

CURZIO, A. & MICELI, V. *Sovereign Wealth Funds*. Deutsche Bank Research, 2008

DA COSTA, F. N. Comparando capitalismo financeiros. Texto para Discussão. IE/UNICAMP. n. 160, maio 2009.

DA SILVA, L. O desequilíbrio monetário internacional nos anos 2000, in Cintra, M. A. M & De Paula, L.F. & Ferrari, F. *Globalização Financeira: Ensaio de macroeconomia aberta*. Petropolis: Vozes, 2004.

DAVIDSON, P. *International Money and the real world*. London: Macmillan, 1982.

DE CONTI, B., PRATES, D. & PLIHON, D. O Sistema Monetário Internacional e seu caráter Hierarquizado. In: *As transformações no sistema monetário internacional/orgs: Cintra e Martins*, Brasília: Ipea, p.23-84, 2013.

DE CONTI, B. Políticas Cambial e Monetária: os Dilemas Enfrentados por Países Emissores de Moeda Periférica. Tese de Doutorado defendida na Universidade Estadual de Campinas, UNICAMP, 2011.

DIXON, A & MONK, A. The Design and Governance of Sovereign Wealth Funds: Principles and Practices for Resource Revenue Management, 2011. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1951573>. Acesso, 08/02/2017.

DIXON, A & MONK, A. *A Simple Typology of Sovereign Development Funds*. Editors: Malan Rietveld and Perrine Toledano. The Frontiers of Sovereign Investment, Columbia University Press, 2016.

EICHENGREEN, B. *International Monetary Arrangements for the 21st century*. Washington, Brookings Institute, 1994.

EICHENGREEN, B. A Globalização do Capital. São Paulo, 34, 2000.

EICHENGREEN, B. *Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition*, mimeo, April. 2005.

ELIAS, N. O processo civilizador: Formação do Estado e Civilização. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed., 1993, v. II.

ENGDAHL, W. *Century of war: anglo-american oil politics and the New World Order*. London. Pluto Press. 2004.

FERRARI, F. A questão externa em John Maynard Keynes: uma visão a partir da Clearing Union. In: Ensaio FEE, Porto Alegre, 11(1), p.143-153, 1990.

FIORI, J. L. Formação, Expansão e Limites do Poder Global. In: O Poder Americano, Rio de Janeiro, Vozes, 2004

FIORI, J. L. O Poder Global e a Nova Geopolítica das Nações. São Paulo, Boitempo Editorial, 2007.

FIORI, J. L. História, Estratégia e Desenvolvimento: para uma geopolítica do capitalismo. Boitempo, Petrópolis, 2014

GARNERO, A. O Fundo Soberano do Brasil: Natureza Jurídica, Disciplina Legal e Aspectos Fundamentais no Contexto dos Fundos Soberanos no Mundo. Edições Almedina, S.A., Coimbra, 2013.

GOTMANN, J. *The significance of territory*. Charlottesville: The University of Virginia Press, Charlottesville, 1973.

GOTMANN, J. A evolução do conceito de território. Boletim Campineiro de Geografia, v. 2, n. 3, 2012.

GRIFFITH-JONES, S. & OCAMPO, J. A. *Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective* (mimeo), 2010.

HALL, P. & SOSKICE, D. *Varieties of Capitalism – the institutional foundations of comparative advantage*, New York, Oxford Press, 2001.

HAMMER, C., KUNZEL, P. & PETROVA, I. *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*. IMF Working Paper, 2008

HATTON, K. & PISTOR, K. *Maximizing Autonomy in the Shadow of Great Powers: The Political Economy of Sovereign Wealth Funds*. (mimeo), 2010.

HELLEINER, E. *States and the reemergence of global finance*. Cornell University, 1994.

HELLEINER, E. *National Currencies and National Identities*. Paper preparado para o encontro anual de American Political Science Association, 1997.

HELLEINER, E. *Political determinants of international currencies: What future for the US dollar?* Review of International Political Economy 15:3 Agosto, 2008.

HELLEINER, E. *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After 2008 Meltdown*. Oxford University Press, 2014

HICKS, J. *A Market Theory of Money*, Oxford, 1989.

IPEA. Capacidades Estatais em Países Emergentes: O Brasil em Perspectiva Comparada. Ed. Gomide e Boschi. Rio de Janeiro: IPEA, 2016

KEYNES, J. M. *Tract on Monetary Reform*. London, MacMillan, 1971. Reprinted in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, 1924.v.4

KEYNES, J. M. *The German Transfer Problem*. *The Economic Journal*, Vol. 39, No. 153, pp. 1-7 Published by: on behalf of the Wiley Royal Economic Society Stable, 1929.

KERN, S. *Sovereign Wealth Funds: New Economic Realities and the Political Responses*. In: *Revue d'économie financière (english ed.)*. Vol.9. pp. 255-269, 2009.

KIRSHNER, J. *Sovereign Wealth Funds and National Security: The Dog that Will Refuse to Bark*, Taylor & Francis Group, pp. 305–316, 2009.

KNAPP, G. F. *The State Theory of Money*. 4ª versão. London: Macmillan & Company Limited, 1924.

KOO, R. *The world in Balance Sheet Recession: Causes, Cure and Politics*. *Real-world economics review*, issue no. 58. 2011.

LEWIS, A. *The Evolution of the International Order*. Princeton University Press, 1978.

MALLABY, S. *More Money than God: Hedge Funds and the Making of New Elite*. The Penguin Press, New York, 2010.

MCKINNON, R. I. *The rules of the game: international money and exchange rates*. Cambridge: Mass.; MIT Press, 1996.

METRI, M. Hierarquia e Competição entre Estados Nacionais no Atual Sistema Monetário Internacional. Dissertação de Mestrado defendida na Universidade Federal do Rio de Janeiro, UFRJ, 2003.

METRI, M. Poder, Moeda e Riqueza na Europa Medieval. Tese de Doutorado defendida na Universidade Federal do Rio de Janeiro, UFRJ, 2007.

METRI, M. Acumulação de poder, sistemas e territórios monetários: uma análise teórica sobre a natureza da moeda e sua relação com a autoridade central. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 33, n. 2, p. 397-422, nov. 2012.

MONK, A. *Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance*. In: *New Political Economy* 14(4), 2008

NUGÉE, J. *Sovereign Wealth Fund's coming of age: unrivaled titans to uncertain mortals*. In: *Vision: Sovereign Wealth Funds emerging from the financial crisis*. State Street Corporation, 2009.

PRATES, D. Crises financeiras dos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa. Tese de Doutorado defendida na Universidade Estadual de Campinas, UNICAMP, 2002.

PRATES, D. M. O regime de câmbio flutuante no Brasil: 1999 - 2012: especificidades e dilemas. Brasília. IPEA, 2015.

RINALDI, P. Estados e Fundos Soberanos de Riqueza: Instrumentos de retrocesso ou avanço da globalização financeira? Dissertação de Mestrado em Ciência Política defendida na Universidade Estadual de Campinas, UNICAMP, 2010.

ROBBIN, A. *The Geographic Challenges of Establishing Sovereign Wealth Funds in Frontier Markets: A Case Study Analysis*. In: *The Sovereign Wealth Fund Initiative Spring 2013*, Fletcher School – Tufts University, 2013.

ROLFE, S. e BURTLE, J. O Sistema Monetário Mundial: uma reinterpretação. Trad. Fernando Castro Ferro. 2a ed. Rio de Janeiro, Zahar, 1981. “Parte II – Ascensão e queda do Sistema Bretton Woods”, Caps. 9 e 10. pp. 124-167.

ROZANOV, A. *Who holds the wealth of nations?* *Central Banking Journal*, p.1-4, 2005. Disponível em: <http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/xls/RawDataFiles/WealthReportsEtc/SovereignFunds/General/Rozanov2005.pdf>. Acesso: 08/02/2017.

SANTOS, E. Investidores Soberanos, Política Internacional e Interesses Brasileiros. 2013. Tese de Doutorado em Ciências Políticas. Fundação Alexandre de Gusmão, Itamaraty, 2013.

SANTOS, M. A Natureza do Espaço: técnica e tempo, razão e emoção. São Paulo: Edusp, 2008.

SCANDIUCCI, J. Além da Teoria da Estabilidade Hegemônica. In: As transformações no sistema monetário internacional/orgs: Cintra e Martins, Brasília: Ipea, p.323-388, 2013.

SCHAPIRO, M. Estado, Economia e Sistema Financeiro: Banco de Desenvolvimento como opção regulatória e como estrutura de governança. In: Maria Lúcia L. M. Pádua Lima. (Org.). Agenda Contemporânea: direito e economia - 30 anos de Brasil, tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012, v. 2, p. 120-152.

SERRANO, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. Economia e Sociedade, v. 11, n. 2, 2002. Campinas:IE/Unicamp, 2002.

SERRANO, F. Relações de Poder e a Política Macroeconômica Americana, de Bretton Woods ao Padrão Dólar Flexível, in: Fiori, José Luís (organizador). O Poder Americano. Petrópolis: editora Vozes, 2004.

SIAS, R. O Fundo Soberano Brasileiro e suas Implicações para a Política Econômica. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, P. 93-127, dez. 2008

SILVA, L. A. O Desequilíbrio Monetário Internacional nos anos 2000. In IPEA: As Transformações no Sistema Financeiro Internacional. Vol. 2. Brasília, 2012.

STRANGE, S. *The Politics of International Currencies*. In: World Politics 23:2, p.215-231, 1971.

STRANGE, S. *Still an Extraordinary Power: America's Role in the Global Monetary System*. In: Raymond E. Lomra and Willard E. Witte (editors). The Political Economy of International and Domestic Monetary Relations. Iowa State University Press: 73-93. 1982

SWF. *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*. International Working Group of Sovereign Wealth Funds. 2008.

SOLOMON, L. *Rethinking our centralized Monetary System: the case for a system of local currencies*. West Port: Praeger, 1996.

TAVARES, M. C. A retomada da hegemonia americana. In: M.C. Tavares & J. L. Fiori, *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1984.

TAVARES, M. C. & MELIN, L. E. Pós-escrito 1997: A reafirmação da hegemonia norte-americana, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) *Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização*, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.

TORRES, E. *O Papel do Petróleo na Geopolítica Americana*. 2005 (mimeo)

TORRES, E. *A Crise do Sistema Financeiro Globalizado Contemporâneo*. 2013 (mimeo).

VELASCO E CRUZ, S. *Trajetórias: Capitalismo Neoliberal e Reformas Econômicas nos Países da Periferia*. Unesp, São Paulo, 2007.

YERGIN, D. *O Petróleo: uma história mundial de conquistas, poder e dinheiro*. 1ª reimpressão. São Paulo: Paz e Terra, 2012

ZHANG, M. & HE, F. *China's sovereign wealth fund: weakness and challenges*. *China & World Economy*, v. 17, n. 1, p.101-116, 2009.

ZYSMAN, J. *Governments, markets and growth: financial systems and the politics of industrial change*. Ithaca, London: Cornell University, 1983.

## BASES DE DADOS UTILIZADAS

WORLD BANK - <http://data.worldbank.org/>

SWFI - <http://www.swfinstitute.org/>

BIS - <https://www.bis.org/statistics/>

FMI - <https://www.imf.org/en/Data>

OCDE - <http://stats.oecd.org/>

Global Pension Fund - <https://www.nbim.no/en/the-fund/>

Statistics Norway - <https://www.ssb.no/en/>

Department of Statistics of Singapoure - <http://www.singstat.gov.sg/>

Temasek - <http://www.temasek.com.sg/>

GIC - <http://www.gic.com.sg/>

Ministério de Hacienda de Chile - <http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds.html>