

# DETERMINANTES DOS FUNDOS SOBERANOS DE INVESTIMENTOS E O CASO BRASILEIRO\*

Andre Simas Magalhães\*\*

## RESUMO

Este artigo estuda os fundos soberanos de investimentos (FSIs), que, principalmente depois da criação do FSI da China, em 2007, ganharam importância no debate econômico e são considerados, hoje, como investidores institucionais significativos. Ao analisar as características macroeconômicas dos países que possuem FSIs, este artigo propõe que os determinantes para seu estabelecimento são: superávits significativos de conta corrente; dependência das exportações de combustíveis e minérios; e/ou altos níveis de poupança interna. Neste contexto, o caso do Fundo Soberano do Brasil (FSB), criado em 2008, sobressai. As razões para o fundo brasileiro parecem estar mais associadas à adoção deste tipo de instrumento financeiro por importantes países em desenvolvimento (PEDs) e à dinâmica entre as autoridades domésticas responsáveis pela condução da política econômica que aos fundamentos macroeconômicos do país. O FSB poderá tornar-se um FSI tradicional, se for utilizado, no futuro, para acumular os recursos das exportações brasileiras de petróleo do pré-sal. A mudança, no entanto, não aconteceria no curto prazo.

Palavras-chave: reservas internacionais; fundos soberanos de investimentos; balanço de conta corrente; exportações de combustíveis; poupança interna.

## ABSTRACT<sup>i</sup>

This article studies the sovereign wealth funds (SWF), which, especially after the establishment of the Chinese SWF, in 2007, gained importance in the economic debate and are considered today as a significant institutional investor. This article analyzes the macroeconomic indicators of the countries with SWF and proposes that the determinants for their establishment are: significant current account surpluses; dependence on exports of fuel and ore; and/or high levels of domestic savings. In this context, the case of the Brazilian Sovereign Fund (BSF), established in 2008, stands out. The reasons for the establishment of the Brazilian fund appear to be related more to the adoption of this type of financial instrument by major developing countries and the dynamics between domestic authorities responsible for economic policy than to the macroeconomic fundamentals of the country. The BSF could become a traditional sovereign wealth fund, if used in the future to save the revenues of Brazilian pre-salt oil exports. The change, however, would not happen in the short term.

Keywords: international reserves; sovereign wealth funds; current account balance; fuel exports; domestic savings.

---

\* Artigo baseado em dissertação apresentada para a obtenção do título de mestre em Economia do Setor Público pelo Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB).

\*\* Diplomata atualmente lotado na Missão do Brasil junto à Organização das Nações Unidas (ONU) em Nova York. As opiniões expressas neste artigo são pessoais e não refletem necessariamente a posição oficial do Ministério das Relações Exteriores (MRE).

i. As versões em língua inglesa das sinopses desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea. *The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's editorial department.*

## 1 INTRODUÇÃO

Os fundos soberanos de investimentos (FSIs) ganharam importância no debate econômico nos últimos anos e são considerados, hoje, como investidores institucionais significativos. A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e o Fundo Monetário Internacional (FMI) criaram grupos de trabalho para estudar o assunto, e os principais bancos de investimentos divulgaram relatórios alertando para o impacto deste novo instrumento financeiro nos mercados.

Segundo Truman (2008a), o termo *fundo soberano de investimentos* descreve um conjunto separado de ativos financeiros possuídos ou controlados pelos governos que incluem ativos no exterior. Outras definições são mais restritas e excluem os fundos que investem no mercado doméstico. Este artigo assume a definição de Truman (2008a), mas não considera os fundos de pensão e os fundos de entes subfederais.<sup>1</sup>

Os FSIs existem desde a década de 1950, quando foram criados os fundos do Kuwait e da Arábia Saudita. O propósito era simples: acumular os recursos da exploração de recursos naturais para uso futuro e permitir investimentos de longo prazo com boas rentabilidades. O petróleo é um recurso finito; portanto, era preciso um mecanismo para guardar as receitas e promover a otimização intertemporal do consumo. Além disso, os FSIs poderiam investir em diversas categorias de ativos, o que permitiria retornos maiores que os conseguidos com as reservas internacionais dos governos. Outros objetivos, como evitar valorização excessiva da taxa de câmbio e disponibilizar um instrumento para a atuação anticíclica do governo, também foram considerados, mas o princípio que regia a atuação estava relacionado à formação de poupança para as gerações futuras com recursos originados da exploração dos recursos naturais. No decorrer das décadas seguintes, novos países decidiram ter instrumentos semelhantes e os objetivos foram sendo ampliados.

Em 1974, Cingapura estabeleceu o Temasek, para controlar os ativos do governo em suas principais empresas nacionais. O país estava no processo de transformar-se em grande exportador de produtos industrializados e acumulava superávits comerciais crescentes. O Temasek, com o Government of Singapore Investment Corporation, criado em 1981, marcou o primeiro FSI de um país que não se encaixa na categoria de grande exportador de produtos naturais. O objetivo do fundo estava relacionado não apenas à poupança de recursos, mas também à administração ativa do desenvolvimento econômico do país.

Em 1976, o maior FSI em atividade, com US\$ 627 bilhões administrados, foi criado pelos Emirados Árabes Unidos. O Chile criou seu fundo, em 1985, com os recursos das exportações de cobre. A Noruega decidiu também criar um fundo soberano de investimentos em 1990, com vistas a reservar para as próximas

---

1. Definição baseada no trabalho de Aizenman e Glick (2009).

gerações os lucros com a exploração do petróleo descoberto no Mar do Norte. Na última década, dobrou o número de FSIs existentes. Segundo a definição utilizada neste trabalho, existem hoje 43 fundos soberanos em operação.

A questão que se apresenta é: por que só agora, depois de décadas de atuação, os FSIs chamaram tanta atenção? A resposta parece estar associada à criação do Fundo Soberano da China, em 2007, e ao crescente papel dos países em desenvolvimento (PEDs) no cenário internacional. De modo sintomático, todos os trabalhos sobre FSIs incluídos na bibliografia deste artigo foram escritos a partir de 2007, porque antes não havia produção significativa sobre o assunto. O fundo soberano de investimentos chinês pôs os países desenvolvidos em alerta e incentivou outros PEDs, incluindo-se o Brasil, a criarem fundos semelhantes. A China possui hoje reservas de mais de US\$ 2 trilhões e seu FSI foi capitalizado inicialmente com US\$ 200 bilhões. O potencial de influenciar mercados e o receio de que seja utilizado pelo governo chinês para perseguir objetivos estratégicos levaram os governos e o setor privado dos países desenvolvidos a uma “corrida analítica”, com vistas a entender os FSIs e avaliar os riscos de sua atuação. Além disso, foram reforçados os controles legais sobre os investimentos estrangeiros e diversas operações foram desencorajadas, com o argumento de que afetavam o interesse estratégico do país receptor do investimento.

A reação dos países desenvolvidos aos investimentos dos FSIs foi exacerbada pelos profundos desequilíbrios macroeconômicos globais. O desequilíbrio maior se dá entre os países desenvolvidos, deficitários em suas contas correntes, e os PEDs, que apresentam superávits. Vale notar que alguns grandes países desenvolvidos, como Japão e Alemanha, também são superavitários, dependem de suas exportações para manter o vigor de sua economia e contribuem para os desequilíbrios globais.

O acúmulo das reservas internacionais surgiu como um dos resultados de tais desequilíbrios. Na última década, a característica principal deste acúmulo de reservas é a crescente participação dos PEDs,<sup>2</sup> que, com o maior poder econômico, passaram a demandar mais espaço na tomada de decisões globais. O Grupo dos 20 (G20), que conta com a presença dos mais importantes países emergentes, substituiu em questões econômicas, na prática, o Grupo dos 8 (G8), limitado aos países desenvolvidos. Foi neste contexto de mudanças na governança econômica global que, em 2008, o Fundo Soberano do Brasil (FSB) foi criado.

Além desta introdução, este artigo inclui, na seção 2, discussão sobre a teoria das reservas internacionais, cuja enorme acumulação nos últimos anos, principalmente por parte dos PEDs, está associada ao crescimento do número de fundos soberanos de investimentos. A seção 3 resume as características principais dos FSIs,

---

2. Entre 2001 e 2009, as reservas quadruplicaram, e os países-membros do BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China) foram responsáveis por quase metade (44%) deste aumento.

resenha a literatura existente sobre o tema e realça os cenários macroeconômico e político que permitiram a proliferação deste tipo de fundo. Os determinantes dos FSIs são analisados na seção 4, por meio da análise estatística dos dados dos países que possuem fundos soberanos de investimentos. O caso brasileiro é estudado na seção 5, que ressalta a particularidade do FSB. A seção 6 conclui o trabalho.

## 2 AS RESERVAS INTERNACIONAIS E O NOVO MERCANTILISMO

A discussão sobre os fundos soberanos de investimentos insere-se no debate mais amplo acerca das reservas internacionais. O significativo crescimento do número de FSIs, na última década, relaciona-se com a acumulação vertiginosa, sem precedentes na história, das reservas internacionais, principalmente por parte dos PEDs. Depois da crise asiática de 1997, aumentou a importância das reservas como precaução contra fugas de capitais. Mas a acumulação atual parece ultrapassar os motivos normalmente associados às reservas, resultando em discussões sobre um novo tipo de mercantilismo praticado por países que administram sua taxa de câmbio para conseguir altos superávits comerciais – de modo notório, a China.

Como lembram Flood e Marion (2001), esta não é a primeira vez que o assunto das reservas entra no debate econômico. Nos anos 1960, a discussão sobre as reformas necessárias ao sistema de Bretton Woods levou muitos analistas a questionarem se o nível das reservas internacionais era adequado e se estas estavam distribuídas otimamente entre os países. No final dos anos 1970 e no começo dos anos 1980, os pesquisadores estavam interessados em avaliar se a demanda por reservas tinha mudado depois do colapso de Bretton Woods. Também estavam curiosos em saber se os países desenvolvidos e em desenvolvimento diferiam em suas demandas por reservas. A atenção para o assunto diminuiu quando foi disseminada a premissa de que as reservas internacionais seriam estáveis e, provavelmente, baixas, em uma era marcada pela flexibilidade das taxas de câmbio e pela alta mobilidade de capital.

Segundo Flood e Marion (2001), era preciso, no final dos anos 1990, reviver o debate sobre as reservas internacionais, considerando-se que a última década do século XX foi marcada por três tendências que influenciaram sua acumulação: a crescente mobilidade do capital; a intensidade das crises financeiras; e o aumento do número de países que adotaram o regime de câmbio flutuante. Os autores afirmam que a maior mobilidade de capital, apesar de benéfica em alguns aspectos, resultou em altos graus de incerteza na economia internacional e na maior vulnerabilidade de alguns países às crises financeiras, podendo explicar, em parte, a acumulação das reservas.

Griffith-Jones e Ocampo (2008) ressaltam que há clara evidência de que a acumulação de reservas internacionais pelos países em desenvolvimento começou

com a série de crises financeiras, principalmente a asiática, em 1997. Foi uma resposta racional, portanto, dos PEDs, como forma de se conseguir um seguro contra futuras turbulências. As políticas do FMI, impostas aos países que precisaram de recursos extras, foram consideradas demasiadamente intrusivas; portanto, representaram fator adicional motivando a acumulação das reservas. O aprofundamento financeiro também contribuiu para a maior demanda de precaução, considerando-se os riscos da fuga de capitais de curto prazo para a economia.

Aizenman e Lee (2007) afirmam que a crise asiática de 1997 levou a profundas mudanças na demanda por reservas internacionais. A magnitude e a rapidez da mudança de fluxos de capitais surpreenderam os principais observadores. Muitos analistas viam a região como menos vulnerável que a América Latina, que tinha sofrido a crise do México, em 1994. O Sudeste Asiático era caracterizado por maior abertura comercial, melhores políticas fiscais e crescimento do produto mais robusto. Apesar disso, sofreu contração do produto e do investimento, esvaziamento do crédito e crises bancárias. As reservas internacionais passaram a ser vistas como um seguro contra este tipo de choque. Mas os autores afirmam que, a este motivo de precaução, foi adicionada a encarnação moderna do mercantilismo: acumulação de reservas motivada pela competitividade das exportações. Sob esta estratégia, a acumulação das reservas pode facilitar o crescimento das exportações ao prevenir ou diminuir a apreciação da moeda local. O motivo de precaução está associado aos riscos de contração do produto, fuga de capitais e volatilidade, enquanto a perspectiva mercantilista vê a acumulação de reservas como parte da política industrial.

A explicação mercantilista foi primeiro apresentada por Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003), especialmente para o caso da China. Os autores argumentam que a dinâmica global econômica de hoje é a mesma predominante no pós-Guerra, sob o sistema de Bretton Woods. Nos anos 1950, os Estados Unidos eram o centro, com mercados de capital e de bens não controlados. A Europa e o Japão, que tiveram seu capital destruído pela guerra, constituíam a periferia emergente. Os países periféricos de então adotaram uma política estratégica de desenvolvimento baseada nas moedas desvalorizadas, nos controles de capital e comércio, na acumulação de reservas e no uso da região central como intermediária financeira para emprestar credibilidade para seus sistemas financeiros. Em retorno, os Estados Unidos financiavam a longo prazo a periferia, por meio dos investimentos diretos estrangeiros (IDEs). Quando a estratégia de desenvolvimento da Europa mudou para uma de livres mercados e fim dos controles financeiros, o regime de câmbio fixo colapsou no regime flutuante dos anos 1970.

Na visão dos autores, no período que se seguiu, não havia uma periferia importante que pudesse utilizar a estratégia de crescimento baseada nas exportações. Os países comunistas eram irrelevantes para o sistema monetário internacional.

A maioria dos outros PEDs – em particular, as recém-ex-colônias – ou consideravam o socialismo como possibilidade ou adotaram sistemas de substituição de importações. Tal estratégia de desenvolvimento era hostil ao comércio e fomentou a produção de produtos domésticos que não poderiam competir globalmente, resultando em capital acumulado ineficiente. Com o descrédito do modelo socialista, no final dos anos 1980, e o colapso da União Soviética no período 1989-1991, uma nova periferia foi anexada ao centro formado por Estados Unidos, Europa e Japão. Os países da nova periferia estavam saindo de décadas de sistemas fechados, com estoques de capitais ineficientes, sistemas financeiros reprimidos e produção de bens que não tinham qualidade suficiente para serem exportados para o centro. O Consenso de Washington encorajou alguns destes a uma estratégia de desenvolvimento que envolvia a anexação imediata ao centro, por meio da abertura de seus mercados de capitais. Outros países, no entanto, principalmente na Ásia, escolheram a mesma estratégia de periferia adotada pela Europa e pelo Japão, no pós-Guerra, desvalorizando suas moedas, intervindo nos seus mercados de câmbio, impondo controles, acumulando reservas e encorajando o crescimento baseado nas exportações aos países do centro. Os autores concluem que o incrível êxito desta segunda estratégia resultou na volta do sistema monetário internacional à forma de Bretton Woods. Em algum ponto no futuro, a periferia asiática atual atingirá estágios de desenvolvimento em que estes poderão juntar-se ao centro e flutuar suas moedas. Nesse momento, outros grandes países, como a Índia, tomarão lugar na periferia emergente. O sistema de Bretton Woods, concluem os autores, não muda, apenas troca a periferia.

Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003) dividem o mundo atual em três principais zonas econômicas e cambiais: a região da balança comercial, Ásia; o país do centro, Estados Unidos; e a região da conta de capital, composta pela Europa, pelo Canadá e pela América Latina. Como região baseada na balança comercial, a Ásia importa-se, principalmente, com suas exportações para os Estados Unidos. As exportações levam ao crescimento; portanto, seus governos estão dispostos a comprar os títulos do governo norte-americano, sem maiores considerações sobre risco e retorno. A política cambial destes países é intervencionista, para manter a taxa de câmbio sob controle. Os países da região da conta de capital, ao contrário, possuem taxas de câmbio flutuantes e seus governos preocupam-se com o risco/retorno de suas posições de investimentos internacionais. Os Estados Unidos não tentam administrar sua taxa de câmbio e servem como intermediário para o sistema descrito pelos autores. Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003) realçam o fato de que as críticas nos Estados Unidos se concentram na moeda desvalorizada da China, mas não na do Japão, cujas exportações competem mais diretamente com o produto norte-americano.

Segundo Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003), os países da América Latina têm de optar: ou juntam-se à Ásia, na região da balança comercial, ou à

Europa, na região da conta de capital. Aqueles impacientes por promover o crescimento por meio das exportações defenderão o modelo asiático, com suas taxas de câmbio desvalorizadas e atreladas ao dólar, e promoverão intervenções e controles de capitais. Em contraste, os bancos centrais e o FMI tendem a favorecer as taxas de câmbio flutuantes e a mobilidade de capital da região europeia.

Vale notar que, apesar da crise financeira de 2008, o sistema descrito por Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003) não parece ter entrado em colapso. A China continua a manter sua taxa de câmbio desvalorizada e não parece disposta a promover alterações significativas na sua estratégia de crescimento. Para isto, utiliza a retórica de que o país ainda tem grande número de pobres e sua renda *per capita* é um décimo da dos países desenvolvidos; portanto, não pode optar por medidas que afetem o aumento da renda interna.<sup>3</sup> Além disso, não parece haver mudança no comportamento dos investidores, que continuam dispostos a financiar o governo norte-americano, apesar dos déficits gêmeos. Durante a crise, é preciso lembrar, os títulos do Tesouro dos Estados Unidos foram considerados como *safe haven* pelos investidores privados. Os governos seguem acumulando reservas denominadas em dólar, principalmente com a crise de confiança atualmente vivida pela Zona do Euro.

### 3 FUNDOS SOBERANOS DE INVESTIMENTOS

O primeiro FSI, de acordo com a definição corrente de tal tipo de fundo, foi criado pelo governo do Kuwait, em 1953, quando ainda era uma colônia do Reino Unido. Segundo o Sovereign Wealth Fund Institute,<sup>4</sup> o objetivo do Sheikh Abdullah Al-Salem Al-Sabah era reduzir a dependência do emirado de uma só *commodity* não renovável. Os recursos da extração do petróleo seriam investidos no mercado financeiro, com vistas a garantir, pelo menos em parte, a renda das gerações futuras. Até 1970, apenas mais dois países tinham criado FSIs: Arábia Saudita, também exportadora de petróleo, e Kiribati, país rico em fosfato. Desde então, o número de fundos soberanos de investimentos dobrou a cada década, atingindo os atuais 43 fundos existentes.<sup>5</sup> Além dos países exportadores de *commodities*, o exemplo foi seguido por grandes exportadores de manufaturas, que logram altos superávits comerciais nas transações com o resto do mundo.

---

3. Discurso do primeiro-ministro Wen Jiabao na 65ª Assembleia Geral da ONU, em 23 de setembro de 2010. Disponível em: <<http://gadebate.un.org>>.

4. Site na internet: <[www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org)>.

5. O número de FSIs existentes depende da definição utilizada. A conceituação admitida por este artigo exclui os fundos de entes subfederais e os fundos de pensão, como será detalhado mais adiante no texto.

Apesar do crescimento do número de FSIs, mais de 50 anos se passaram sem que maior atenção fosse dada a este tipo de instrumento financeiro à disposição dos governos. A situação mudou radicalmente com o anúncio, em março de 2007, de que a China iria criar um fundo soberano de investimentos.<sup>6</sup> Desde então, a academia, os bancos de investimentos, as organizações internacionais, *think tanks* e os próprios governos voltaram-se para o estudo dos FSIs. A iniciativa chinesa gerou uma “corrida analítica”, com vistas a definir estes fundos, demarcar suas características particulares, estimar seu volume, projetar seu impacto e, finalmente, criar regras para sua atuação. Os primeiros artigos sobre o assunto procuraram entender o fenômeno e manifestaram certa surpresa com os FSIs, como demonstra o título do artigo de Stephen Jen (2007a), diretor do banco Morgan Stanley e um dos primeiros a estudar o tema: *Sovereign wealth funds: what they are and what's happening*. A primeira questão tratada foi a definição dos FSIs. Não há uma em especial que tenha predominado, com variações que vão desde conceitos mais abrangentes, que envolvem qualquer tipo de fundo de investimentos controlado pelo governo, até definições mais restritas, que excluem os fundos que investem no mercado doméstico. O quadro 1 resume as definições apresentadas para os FSIs.

QUADRO 1  
Definição dos FSIs

Autor	Definição <sup>1</sup>
Clay Lowery – citado por Jen (2007b)	Veículo de investimentos do governo que investe em ativos denominados em moeda estrangeira e cuja gestão é separada da das reservas oficiais.
Jen (2007b)	Os FSIs precisam ter cinco características: soberania; alta exposição a moedas estrangeiras; nenhum passivo explícito – o que exclui os fundos de pensão; alta tolerância ao risco; e horizonte de investimentos de longo prazo.
FMI (2008)	Os FSIs são fundos de investimentos dos governos, criados para uma variedade de propósitos macroeconômicos. São geralmente financiados pela transferência de ativos que estão investidos a longo prazo no exterior.
Truman (2008a)	FSI é um termo que descreve um conjunto separado de ativos financeiros possuídos ou controlados pelos governos que incluem ativos no exterior.
OCDE (BLUNDELL-WIGNALL, HU e YERMO, 2008)	FSIs são conjuntos de ativos possuídos e geridos diretamente ou indiretamente pelos governos para se alcançarem objetivos nacionais.

Elaboração do autor.

Nota: <sup>1</sup>Tradução nossa.

As definições deixam relativa margem de flexibilidade, reconhecendo a complexidade desse novo tipo de instrumento, e permitem que fundos com diferenças marcantes sejam englobados como FSIs. O passo seguinte dos estudos, portanto, foi criar tipologia destes fundos, diferenciando-se os fundos de acordo com sua forma de financiamento, o tipo de aplicações de seus recursos e seus objetivos principais. Os FSIs existentes não cabem em apenas uma categoria, tendo mais de um objetivo

6. Segundo Martin (2008), o FSI chinês foi anunciado, pela primeira vez, em março de 2007. O fundo foi oficialmente estabelecido em setembro de 2007.



e uma forma de financiamento, mas podem ser classificados de acordo com suas características principais. O quadro 2 contém as classificações destes fundos.

QUADRO 2  
Classificação dos FSIs

Autor	Classificação
Fernandez e Eschweiler (2008)	Forma de financiamento: <i>i) commodity; ii) fiscal; e iii) reservas externas</i>
Sovereign Wealth Fund Institute <sup>1</sup>	Forma de financiamento: <i>i) petróleo e gás; ii) cobre; iii) fosfato; iv) diamantes e minerais; e v) não commodity</i>
Fernandez e Eschweiler (2008)	Objetivos: <i>i) estabilização das receitas; ii) poupança para gerações futuras; iii) holdings; e iv) genéricos</i>
FMI (2008)	Objetivos: <i>i) estabilização; ii) poupança para gerações futuras; iii) investimentos das reservas internacionais; iv) desenvolvimento; e v) pensão</i>

Elaboração do autor.

Nota: <sup>1</sup> Disponível em: <www.swfinstitute.org>.

Com os FSIs definidos e classificados, pôde-se estimar os volumes de recursos envolvidos em suas operações. As primeiras estimativas parecem ter sido exageradas, em termos do tamanho relativo e de seu potencial de crescimento (JEN, 2007a). A surpresa com que estes fundos foram recebidos inicialmente pode ter gerado esta superestimação inicial, que, como será visto, resultou em reação cautelosa por parte dos governos. Os recursos sob administração dos FSIs são, claro, significativos, mas sua importância em relação aos outros instrumentos financeiros ainda é relativa. As estimativas dos recursos administrados pelos fundos são resumidas na tabela 1.

TABELA 1  
Ativos dos FSIs  
(Em US\$ trilhões)

Autor	Ativos hoje	Ativos em 2015
Kern (2007)	3,2	-
Blundell-Wignall, Hu e Yermo (2008)	2,6	-
Sovereign Wealth Fund Institute <sup>1</sup>	3,3	-
Jen (2007a)	2,9	12
ING Bank (2009)	3,5	6,8

Elaboração do autor.

Nota: <sup>1</sup> Disponível em: <www.swfinstitute.org>.

O maior FSI é o Abu Dhabi Investment Authority, dos Emirados Árabes Unidos, como mostra a tabela 2. Vale notar a extrema concentração destes fundos. Os cinco países com os maiores FSIs possuem 68% do total de recursos administrados.

**TABELA 2**  
**Fundos soberanos de investimentos**  
 (Em US\$ bilhões)

País	Fundo	Data de fundação	Ativos (Jun./2010)	Origem dos recursos
Emirados Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority	1976	627,0	Petróleo
	Investment Corporation of Dubai	2006	19,6	Petróleo
	International Petroleum Investment Company	1984	14,0	Petróleo
	Mubadala Development Company	2002	13,3	Petróleo
	RAK Investment Authority	2005	1,2	Petróleo
Noruega	Government Pension Fund - Global	1990	443,0	Petróleo
Arábia Saudita	Saudi Arabian Monetary Agency Foreign Holdings	1952	415,0	Petróleo
	Public Investment Fund	2008	5,3	Petróleo
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation	1981	247,5	Não <i>commodity</i>
	Temasek Holdings	1974	122,0	Não <i>commodity</i>
China	China Investment Corporation	2007	288,8	Não <i>commodity</i>
	China-Africa Development Fund	2007	5,0	Não <i>commodity</i>
Hong Kong (China)	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	1993	227,6	Não <i>commodity</i>
Kuwait	Kuwait Investment Authority	1953	202,8	Petróleo
Rússia	National Welfare Fund <sup>3</sup>	2008	142,5	Petróleo
Líbia	Libyan Investment Authority	2006	70,0	Petróleo
Catar	Qatar Investment Authority	2005	65,0	Petróleo
Argélia	Revenue Regulation Fund	2000	54,8	Petróleo
Cazaquistão	Kazakhstan National Fund	2000	38,0	Petróleo
Coreia do Sul	Korea Investment Corporation	2005	30,3	Não <i>commodity</i>
Brunei	Brunei Investment Agency	1983	30,0	Petróleo
França	Strategic Investment Fund	2008	28,0	Não <i>commodity</i>
Malásia	Khazanah Nasional	1993	25,0	Não <i>commodity</i>
Irã	Oil Stabilization Fund	1999	23,0	Petróleo
Chile	Social and Economic Stabilization Fund	1985	21,8	Cobre
Venezuela	National Development Fund	2005	20,0	Petróleo
	Macroeconomic Stabilization Fund - FEM	1998	0,8	Petróleo
Azerbaijão	State Oil Fund	1999	14,9	Petróleo
Nigéria	Excess Crude Account	2004	9,4	Petróleo
Barein	Mumtalakat Holding Company	2006	9,1	Petróleo
Brasil	Brazilian Sovereign Fund	2008	8,6	Não <i>commodity</i>
Oman	State General Reserve Fund	1980	8,2	Petróleo e gás
Botswana	Pula Fund	1994	6,9	Diamantes e minerais
México <sup>1</sup>	Oil Income Stabilization Fund	2000	6,8	Petróleo
Timor-Leste	Timor-Leste Petroleum Fund	2005	5,0	Petróleo e gás
Trinidad e Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2000	2,9	Petróleo
Vietnã	State Capital Investment Corporation	2006	0,5	Não <i>commodity</i>
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	1956	0,4	Fosfato
Gabão <sup>2</sup>	Fund For Future Generations	1998	0,4	Petróleo
Indonésia	Government Investment Unit	2006	0,3	Não <i>commodity</i>

(Continua)

(Continuação)

País	Fundo	Data de fundação	Ativos (Jun./2010)	Origem dos recursos
Mauritânia	National Fund for Hydrocarbon Reserves	2006	0,3	Petróleo e Gás
Sudão <sup>2</sup>	Oil Revenue Stabilization Account	2002	0,1	Petróleo
São Tomé e Príncipe <sup>2</sup>	National Oil Account	2004	0,02	Petróleo
<b>Total</b>			<b>3.255,12</b>	

Fonte: Sovereign Wealth Fund Institute. Disponível em: <[www.swfinstitute.org/fund-rankings](http://www.swfinstitute.org/fund-rankings)>.

Elaboração do autor.

Nota: <sup>1</sup> Dado de junho de 2009.

<sup>2</sup> Dado de 2007.

<sup>3</sup> O valor inclui o Reserve Fund, que, com o National Welfare Fund, substituiu o Stabilization Fund, criado em 2004.

Cerca de 70% dos ativos estão concentrados em FSIs cuja principal fonte de recursos são as exportações de *commodities*, predominantemente petróleo e gás (69% do total). Apenas 1% dos recursos dos FSIs pode ser associado à exportação de minerais, cujo principal exemplo é o Chile. Os demais fundos (não *commodity*) representam 30% do total dos recursos e são, na maioria, de grandes exportadores de manufaturas, como China e Cingapura.

Os FSIs criados na última década surgiram em contexto de desequilíbrios macroeconômicos e acumulação de reservas internacionais por parte dos países em desenvolvimento.<sup>7</sup> Aizenman e Glick (2007) consideram o fenômeno destes fundos como subproduto do crescimento das reservas internacionais. Os países exportadores de *commodities* teriam aprendido que o uso dos recursos advindos de aumentos temporários de preços pode resultar em inflação e apreciação da taxa de câmbio, bem como prejudicar a competitividade internacional. A elevação dos gastos depois do aumento dos preços do petróleo em 1973 não se revelou sustentável na década de 1980 e teve queda de forma significativa. A recente elevação dos preços das *commodities*, portanto, foi aproveitada de maneira mais racional, e parte dos ganhos foi acumulada em FSIs. Um segundo fator motivando o crescimento destes fundos, segundo os autores, é o esforço dos PEDs para diminuir os custos dos estoques de reservas internacionais. Muitos destes países têm nível de reservas acima do que seria necessário por razões prudenciais e há um movimento para conseguir maiores retornos ao transferir o controle de parte das reservas dos bancos centrais para um FSI.

As razões para a acumulação de reservas e a proliferação dos FSIs, portanto, podem ser buscadas na teoria econômica relacionada a precaução, estabilidade e diversificação.

7. Os PEDs tiveram superávit de conta corrente de US\$ 703 bilhões em 2008, enquanto os países desenvolvidos responderam por déficit de US\$ 493 bilhões. O tamanho da diferença teve queda nos últimos dois anos, devido à crise financeira, mas deve voltar, nos próximos anos, ao nível pré-crise, segundo as projeções de FMI (2010). O acúmulo das reservas internacionais, que atingiram US\$ 9,4 trilhões em 2009 (Banco Mundial, *World Development Indicators*. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator>>), surgiu como um dos resultados de tais desequilíbrios globais.

Mas o fenômeno destes fundos não pode ser compreendido por completo sem considerações políticas. Tanto a criação dos fundos como a reação que estes geraram estão relacionadas às discussões sobre o papel do Estado na gestão da economia e à crescente presença dos PEDs no cenário internacional.

Na última década, a importância econômica dos chamados *mercados emergentes* cresceu de forma significativa. A questão, como apresenta Santiso (2008), é que “o Centro é cada vez menos o Centro e a Periferia cada vez menos a Periferia”. O crescimento não é mais impulsionado apenas pelos países da OCDE, que representam hoje menos de 55% do produto mundial, comparado com 75%, cinco décadas atrás. Em 2007, pela primeira vez, as economias emergentes comercializaram mais entre si que com os países da OCDE. Com a crise financeira de 2008, originada nos Estados Unidos e com repercussões danosas na Europa, a tendência acentuou-se.

Essas mudanças não poderiam acontecer sem reações e discussões a respeito da nova ordem global. Um dos principais debates tem sido acerca do papel do Estado na economia. As intervenções dos governos norte-americano e europeu para impedir uma catástrofe maior durante a crise financeira de 2008, que gerou a maior queda de produto desde a Segunda Guerra Mundial (FMI, 2009), foi encarada como reconhecimento de que o Estado tinha confiado demais nos mercados.

Segundo Bremmer (2010), em avaliação talvez demasiadamente simplista, dois sistemas estariam em disputa. O capitalismo com forte intervenção estatal, promovido principalmente por Rússia e China, além de Arábia Saudita e Venezuela, apresenta crescente desafio às corporações privadas e ao capitalismo de livre mercado do Ocidente. Alguns países emergentes, como o Brasil e a Índia, estariam entre os dois sistemas, e teriam de escolher entre as duas opções. Diante de tal cenário, o autor defende uma aliança entre Estados Unidos e Europa para enfrentar uma “guerra” por corações e mentes de forma a promover o capitalismo ocidental.

A discussão política sobre os FSI's insere-se nesse contexto. Alguns países, como Cingapura, França e Brasil, parecem desejar utilizar este tipo de instrumento para impulsionar suas economias domésticas. O presidente francês, Nicolas Sarkozy, ao anunciar o FSI da França, afirmou que seus objetivos seriam sustentar a atividade econômica e impedir a desnacionalização de empresas francesas.<sup>8</sup> O fundo francês foi idealizado como um dos principais instrumentos para a política industrial do país. Na mesma linha dos fundos da França e de Cingapura, o fundo brasileiro, que será analisado mais adiante no texto, tem entre seus objetivos declarados o apoio à internacionalização das empresas domésticas.

---

8. Discurso do presidente da França, Nicolas Sarkozy, pronunciado no departamento de Loir-et-Cher, em 20 de novembro de 2008.

O lançamento do FSI da China, em 2007, foi encarado como mais um passo da intervenção do Estado na economia e gerou forte reação dos governos dos países desenvolvidos, que temiam a utilização estratégica dos FSIs para comprar empresas, dominar setores importantes e adquirir tecnologias. O Congresso dos Estados Unidos chamou Edwin M. Truman, do Peterson Institute, para analisar estes fundos. Truman (2008b) afirmou que os FSIs não apresentam nova ameaça significativa para a segurança dos Estados Unidos e seus interesses econômicos. O autor, no entanto, cita alguns casos, como a China e potencialmente o Brasil, que levantam preocupações com relação a conflitos de interesses, porque os fundos soberanos podem ser utilizados para promover suas empresas domésticas.

Como lembra Cohen (2009), havia pouco receio com relação às aspirações geopolíticas dos primeiros países a terem FSIs – por exemplo, Kuwait – e os que seguiram o exemplo depois – por exemplo, Noruega. Os investimentos pareciam ser conservadores e benéficos para os países receptores. Mas a criação do fundo chinês, seguida do anúncio da Rússia a respeito da criação dos fundos Reserve Fund e National Welfare Fund, com total de recursos de US\$ 150 bilhões, mudou a situação.<sup>9</sup> Individualmente, os países desenvolvidos começaram a revisar os instrumentos legais à sua disposição para lidar com os novos investidores, representando mudança em relação ao clima favorável em relação aos investimentos diretos estrangeiros que predominou nas décadas de 1980 e 1990. Cohen (2009) nota que, em 2000, das 150 mudanças regulatórias relativas a IDEs monitoradas pela Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), a quase totalidade (147) foi no sentido de liberalizar os investimentos. A tendência sofreu inflexão até mesmo antes da criação dos FSIs chinês e russo. Em 2005, a empresa chinesa China National Offshore Oil Company (CNOOC) tentou sem sucesso comprar a Union Oil Company of California (Unocal), produtora de petróleo norte-americana. Em 2006, a reação política negativa nos Estados Unidos fez a empresa estatal Dubai Ports World desistir de assumir as operações norte-americanas da Peninsular and Oriental Steam Navigation Company (P&O), operadora de portos inglesa comprada pela empresa dos Emirados Árabes Unidos. Cohen afirma que, desde 2005, pelo menos 11 países importantes em termos econômicos, que representam dois quintos de todos os IDEs mundiais, resolveram mudar suas leis para expandir o controle ou proibir completamente investimentos em determinados setores (UNITED STATES, 2008b; MARCHICK e SLAUGHTER, 2008).

As instituições econômicas multilaterais foram acionadas para responder ao desafio apresentado pela dimensão dos novos FSIs. O G8, reunido em Heiligendamm, na Alemanha, em junho de 2007, afirmou que as restrições

---

9. Em fevereiro de 2008, a Rússia anunciou que o Stabilization Fund, criado em 2004, seria separado em duas entidades, o Reserve Fund e o National Welfare Fund.

aos investimentos destes fundos aplicam-se apenas a um número limitado de casos que concernem principalmente à segurança nacional. Cohen (2009) resalta que, quatro meses depois, sob pressão dos governos dos Estados Unidos e da França, os ministros de finanças do G8 solicitaram formalmente que a OCDE e o FMI estudassem o assunto. O FMI desenvolveria princípios para guiar o comportamento dos FSIs e a OCDE concentrar-se-ia nos países receptores dos investimentos.

No FMI, uma série de encontros, denominados International Working Group of Sovereign Wealth Funds, foi convocada em novembro de 2007. Menos de um ano depois, foram adotados os 24 Princípios de Santiago, que deveriam governar a atuação dos FSIs (IWG, 2008). Cohen (2009) realça a reação negativa de alguns destes fundos, que não consideraram o tratamento justo, tendo-se em conta que não há regras deste tipo para investidores financeiros similares aos FSIs. O autor cita o vice-presidente executivo do FSI chinês (China Investment Corporation – CIC), o qual afirmou: “*We don’t need outsiders to come tell us how we should act*” (“Nós não precisamos de estrangeiros que venham dizer como devemos agir”). Apesar da reação, o Tesouro dos Estados Unidos conseguiu persuadir Abu Dhabi e Cingapura, donos de dois dos maiores FSIs, a emitirem comunicado conjunto, em março de 2008, abrindo mão de “objetivos geopolíticos” (UNITED STATES, 2008a).

Segundo Cohen (2009), os trabalhos na OCDE foram menos produtivos que os do FMI. Depois de menos de seis meses de deliberações, o Comitê de Investimentos da OCDE limitou-se a ratificar o *status quo*, em relatório de abril de 2008 (OCDE, 2008). O documento apenas recomenda que os países utilizem a exceção de segurança nacional *with restraint*.

O temor dos governos dos países desenvolvidos em relação à proliferação dos FSIs parece ter sido exagerado. Uma série de estudos, que analisaram o fenômeno em mais detalhe e com menos pendor político, chegaram à conclusão de que a maior parte dos investimentos dos FSIs não pode ser diferenciada da atuação dos investidores tradicionais, como os fundos de pensão e os fundos de *hedge*. Apenas alguns FSIs, como os da França, de Cingapura e do Brasil, são explicitamente voltados para a promoção de empresas domésticas e podem ser associados a um maior desejo de interferência do Estado na economia. Avendaño e Santiso (2009) analisaram os investimentos de um grupo destes fundos e concluíram que as diferenças entre os investimentos em ações de FSIs e outros investidores institucionais são menos evidentes que o inicialmente suspeitado. Os autores recomendam que padrões duplos que diferenciem entre investidores institucionais sejam evitados. Exigir que estes fundos divulguem suas estratégias de investimentos e alocação de portfólios os posicionará em desvantagem em relação a outros investidores. Balding (2008) também fez análise dos portfólios dos FSIs e chegou a conclusões similares às de Avendaño e Santiso (2009), afirmando que estes fundos parecem

agir como investidores normais. Os administradores dos FSIs diversificam os riscos, aplicando em ações, títulos de dívida e instrumentos alternativos.

A ameaça do FSI chinês, alardeada em 2007, ainda não se refletiu na prática, pelo menos nos países desenvolvidos, que contam com instrumentos legais para lidar com os investimentos considerados estratégicos. Como forma de tentar diminuir as reações políticas ao fundo, o vice-ministro chinês garantiu que o CIC não iria investir nos mercados estrangeiros em setores considerados estratégicos, como transporte aéreo, telecomunicações e petróleo (CHINA..., 2007). Wu e Seah (2008) chamam atenção para a reação política dos governos ocidentais, principalmente por parte do governo dos Estados Unidos, e sugerem que o CIC mantenha atitude cautelosa nos seus investimentos, de forma a evitar ser tratado como mais uma das “ameaças chinesas”.

A crise financeira de 2008 contribuiu para mudar a opinião dos países desenvolvidos em relação aos FSIs. A atuação estabilizadora de alguns dos principais fundos levou à pergunta feita por Couturier, Sola e Stonham (2009): “*Are sovereign wealth funds white knights?*”. Os autores afirmam que os FSIs podem ser tratados pelas corporações privadas como salvadores de última instância, preparados para fornecer financiamentos quando outras fontes de crédito estiverem inacessíveis. Os autores lembram, no entanto, que estes fundos estão exigindo termos mais duros para proverem seus recursos, considerando-se sua posição de barganha privilegiada e um histórico de perdas com grandes investimentos em setores fragilizados por crises.

O influente banco de investimentos Goldman Sachs (O’NEILL, NIELSEN e BAHAJ, 2008) também saiu em defesa dos FSIs, afirmando que estes possuem duas funções importantes e positivas: permitem que os PEDs invistam seus ganhos para o uso futuro e fornecem recursos altamente demandados para países que dependem de capital estrangeiro. Apesar de reconhecerem que estes fundos poderiam prover mais informações sobre suas operações, aumentando o grau de transparência do setor, os autores ressaltam que a questão principal é a mudança da estrutura de governança econômica global. Os governos dos países desenvolvidos não podem demandar mais informações sobre os FSIs além das que já divulgam sobre a administração de suas reservas e exigem de outros investidores em suas jurisdições. Os autores concluem que, em vez de criticarem os FSIs, alguns grandes países desenvolvidos com excesso de reservas, como o Japão e a Europa Ocidental, deveriam criar seus próprios fundos soberanos de investimentos.

#### 4 DETERMINANTES DOS FUNDOS SOBERANOS DE INVESTIMENTOS

De acordo com a tabela 2, existem hoje 43 FSIs, pertencentes a 35 países. Os fundos soberanos de investimentos são distintos entre si, com relação à forma de financiamento e aos objetivos dos investimentos. Os países donos dos fundos também apresentam ampla diversidade, variando da Mauritânia, com produto interno bruto (PIB) *per capita* de US\$ 450,00, até a rica Noruega, com PIB *per capita* de US\$ 41 mil. Algumas características, no entanto, parecem ser comuns a quase todos os países que estabeleceram FSIs. Como visto anteriormente, a criação dos fundos soberanos de investimentos está relacionada inicialmente com o desejo de acumular riquezas advindas da exploração de recursos naturais esgotáveis. A primeira característica que marca os países donos de FSIs, portanto, é a grande dependência das exportações de combustíveis – na maioria dos casos, o petróleo – e minérios.

Para os grandes exportadores de uma só *commodity*, o estabelecimento do FSI está relacionado a diversos objetivos reconhecidos pela teoria econômica. Como lembra Das (2008), a invenção do novo instrumento, no começo dos anos 1950, foi motivada pela necessidade de lidar com o excesso de liquidez. Quando os países têm excesso de liquidez, não é desejável nem possível canalizar todos os recursos para o consumo atual, por meio do aumento das importações. O autor realça que explorar as possibilidades de utilização intertemporal é a maneira mais prudente de lidar com a riqueza, principalmente quando os recursos são resultantes da exploração de minerais, pedras preciosas e petróleo, que são recursos naturais não renováveis. Nestes casos, o FSI atua como maneira pragmática de poupar os recursos para as gerações futuras. Até mesmo enquanto houver disponibilidade de riquezas minerais para serem exploradas, recorda Das (2008), a economia pode enfrentar volatilidade de preços e oferta. Nestas situações, os FSIs podem ajudar a estabilizar as receitas.

A segunda característica macroeconômica presente na maioria dos países que decidiram criar FSIs é o balanço positivo da conta corrente. Os fundos soberanos são utilizados como maneira de acumular fora do país os recursos excedentes, de forma a impedir a apreciação exagerada do câmbio, que poderia prejudicar o desempenho exportador da economia e resultar na chamada “doença holandesa”.<sup>10</sup> Além dos países dependentes da exploração de um recurso natural principal, que logram altos superávits na balança comercial, há os casos mais recentes dos países que acumulam reservas internacionais por meio da robusta exportação de manufaturados.

---

10. A expressão “doença holandesa” refere-se às dificuldades de países exportadores de recursos naturais manterem taxa de câmbio que permita à sua indústria permanecer competitiva. A denominação surgiu em 1977, quando a revista *The Economist* descreveu a queda das exportações dos Países Baixos depois da descoberta de grandes reservas de gás natural, em 1959.



Apesar de ter sido o fundo que chamou atenção para o fenômeno dos FSIs e pôs os países desenvolvidos em sinal de alarme, o fundo soberano de investimentos chinês encontra justificativas na teoria econômica. O crescimento da China, baseado intensamente nas exportações industriais, resultou na acumulação de reservas, que atingiram US\$ 2,7 trilhões em 2010.<sup>11</sup> Segundo Zhang e He (2009), apesar de adequado nível de reservas internacionais ser necessário para lidar com o comércio e as finanças internacionais, o enorme volume das reservas acumuladas também impõe sérios riscos para a China. Primeiro, o custo de oportunidade das reservas está crescendo. A maior parte das reservas chinesas está investida em títulos do Tesouro dos Estados Unidos, que são líquidos e seguros, mas proporcionam baixos rendimentos. Segundo, o risco cambial, que pode levar a significativa queda do poder de compra das reservas chinesas. Desde a reforma do regime cambial do renminbi, em julho de 2005, a moeda chinesa tem sido gradualmente apreciada em relação ao dólar, levando a perdas anuais para as reservas da China. Os autores ressaltam, por último, que a acumulação de reservas levou a excesso de liquidez nos mercados financeiros da China. De forma a compensar o impacto inflacionário das compras de dólar, o Banco Central chinês tem emitido títulos para esterilização, mas a prática não parece ser sustentável. Neste cenário, Zhang e He (2009) afirmam que o governo chinês tem duas alternativas para lidar com os desafios: ou diminuir o acúmulo das reservas, o que teria de ser considerado no âmbito de mudança estrutural econômica que encorajasse o consumo doméstico; ou administrar as reservas por meio de uma política mais ativa, que procure obter retornos mais altos dos investimentos. A segunda alternativa levou à criação do CIC, que procura diversificar os investimentos das reservas por meio de compras de ações, *commodities*, imóveis e outros produtos financeiros.

Além de serem exportadores de combustíveis e minérios e/ou possuírem altos superávits de conta corrente, uma terceira característica, que é também encontrada na maioria dos países que criaram FSIs, é o alto volume de poupança interna. Os países que possuem fundos soberanos poupam grandes proporções do seu produto nacional, e os FSIs surgem como alternativa para manter parte da poupança nos mercados internacionais, em investimentos com horizonte de longo prazo.

A tabela 3 mostra as características mencionadas (exportações de combustíveis e minérios, superávit de conta corrente e poupança interna), além do índice das reservas em relação ao PIB e o PIB *per capita*. Foram incluídos os países que criaram FSIs e possuem população superior a 200 mil habitantes.<sup>12</sup>

---

11. Estimativa de FMI (2010).

12. Kiribati (100 mil habitantes) e São Tomé e Príncipe (160 mil habitantes) não foram considerados, apesar de terem FSIs criados em 1956 e 2004, respectivamente.

TABELA 3  
Países com FSIs: indicadores econômicos (2004-2008)

País	Balanco conta-corrente/PIB %	Exportações combustíveis/exp. totais %	Exp. minérios e metais/exp. totais %	PIB <i>per capita</i> 2000 US\$	Reservas/PIB %	Poupança interna bruta/PIB %
Emirados Árabes Unidos	13,17	69,93	1,72	24.033	21,29	41,22
Noruega	15,78	66,24	6,98	41.226	15,30	38,41
Arábia Saudita	25,84	90,00	0,22	9.902	9,30	49,58
Cingapura	22,26	13,40	1,35	27.589	97,99	49,72
China	8,14	2,07	1,93	1.633	40,25	50,50
Hong Kong (China)	11,77	1,84	4,45	31.970	74,61	31,96
Kuwait	41,66	94,67	0,16	21.503	14,34	53,68
Rússia	8,55	58,46	7,29	2.654	27,64	33,75
Líbia	37,24	n. d.	n. d.	7.206	101,54	57,80
Catar	29,52	89,59	0,14	29.217	11,45	66,23
Argélia	20,25	97,67	0,50	2.128	70,99	55,04
Cazaquistão	(1,37)	68,24	13,46	2.135	17,84	43,26
Coreia do Sul	1,24	5,20	1,97	14.436	24,87	31,72
Brunei	53,30	94,81	0,06	18.261	6,15	52,59
França	(0,72)	4,03	2,52	23.254	3,92	19,79
Malásia	15,35	14,27	1,41	4.804	50,69	42,82
Irã	7,54	78,63	1,30	1.948	n. d.	40,49
Chile	2,23	1,68	60,03	5.853	13,63	31,87
Venezuela	13,45	88,30	2,43	5.357	17,94	38,10
Azerbaijão	10,36	84,41	1,24	1.556	12,03	53,86
Nigéria	15,54	95,12	0,15	457	26,28	n. d.
Barein	11,08	77,53	14,49	15.463	19,86	50,02
Brasil	0,60	7,20	10,43	4.137	9,56	19,77
Oman	10,39	89,96	1,01	9.215	16,37	45,25
Botswana	11,24	0,16	16,47	4.369	67,51	46,67
México	(0,79)	15,20	2,26	6.352	8,51	23,61
Timor-Leste	n. s. <sup>1</sup>	n. d.	0,00	309	46,20	n. d.
Trinidad e Tobago	26,80	68,58	1,35	9.939	32,81	45,02
Vietnã	(5,32)	23,01	0,65	576	23,12	28,75
Gabão	17,88	69,45	4,42	4.069	9,96	56,63
Indonésia	1,23	27,02	8,71	994	12,25	29,34
Mauritânia	(23,43)	23,71	60,33	450	4,79	2,88
Sudão	(10,86)	87,51	0,49	468	4,61	18,24

Fonte: FMI (*World Economic Outlook Database*), para o balanço de conta corrente, e Banco Mundial (*World Development Indicators*), para o resto dos indicadores.

Elaboração do autor.

Nota: <sup>1</sup> O balanço de conta corrente do Timor-Leste é de 193%.

Obs.: 1. n. d.: Não disponível.

2. n. s.: Não significativo.

A tabela 4 compara os índices macroeconômicos selecionados dos países que possuem FSIs com a média global, de forma a realçar os altos índices de superávits de conta corrente, exportações de combustíveis, reservas internacionais e poupança interna.

TABELA 4  
Média dos indicadores econômicos dos países com FSIs e média global (2004-2008)

País	Balanco conta corrente/PIB %	Exportações de combustíveis / exportações totais %	Exp. minérios e metais/exp. totais %	PIB <i>per capita</i> 2000 US\$	Reservas/PIB %	Poupança interna/PIB %
Média dos países com FSI	12,19	51,87	7,19	10.105	28,55	40,28
Média global	(1,70)	16,74	7,76	8.226	18,89	19,10

Fonte: Banco Mundial (*World Development Indicators*) e FMI (balanço de conta corrente).  
Elaboração do autor.

Apenas três exemplos não se encaixam entre os países exportadores de recursos naturais esgotáveis<sup>13</sup> ou com significativos superávits de conta corrente:<sup>14</sup> Coreia do Sul (fundo criado em 2005), França (fundo criado em 2008) e Brasil (fundo criado em 2008). Se for considerada também a poupança interna, os países que se sobressaem são apenas a França e o Brasil, tendo-se em conta que a Coreia do Sul poupa 32% do seu PIB.

## 5 O CASO BRASILEIRO

Em outubro de 2007, um mês após o estabelecimento do fundo soberano de investimentos chinês, o Ministério da Fazenda (MF) do Brasil confirmou a intenção de ter instrumento financeiro semelhante (FAZENDA..., 2007). A Rússia anunciou sua entrada no clube dos países com FSIs em fevereiro de 2008, deixando apenas a Índia, entre os países do BRIC, sem um FSI. Estes fundos eram vistos como o lado ofensivo do capitalismo de Estado dos mercados emergentes, utilizando como recursos as reservas internacionais bilionárias acumuladas na última década e como mantra o renovado discurso em prol da atuação mais ativa dos governos na economia. Era natural, para o governo brasileiro, que o país também desejasse ter disponível o novo mecanismo de investimentos. As reservas do Brasil, na época, eram de US\$ 180 bilhões e atingiram US\$ 289 bilhões, em dezembro de 2010. A histórica dívida externa deixou de ser preocupação significativa, e o país passou a ser credor externo líquido.

De forma emblemática, o projeto de criar o FSI brasileiro foi oficialmente anunciado com a nova política industrial, em maio de 2008, no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (NOVA..., 2008).

13. Definidos, pelo autor, como países cujas exportações de combustíveis ou minérios representam mais de 15% das exportações totais.

14. Definidos, pelo autor, como países que apresentam superávit de conta corrente superior a 8% do PIB.

A Política de Desenvolvimento Produtivo visou baratear o custo dos investimentos domésticos e das exportações, incluindo-se a ampliação do Programa de Financiamento às Exportações (Proex) de R\$ 500 milhões para R\$ 1,3 bilhão. O FSB, por sua vez, apoiaria os investimentos no exterior das empresas brasileiras, confirmando o apoio do Estado a um desempenho internacional mais ativo por parte do empresariado nacional. Cinco objetivos foram listados na apresentação do Ministério da Fazenda sobre o FSB (BRASIL, 2008): apoiar projetos de interesse estratégico do país; ampliar a rentabilidade dos ativos financeiros mantidos pelo setor público; formar poupança pública; absorver flutuações dos ciclos econômicos; e promover a internacionalização de empresas brasileiras. O MF ressaltou que o cenário econômico era favorável para a criação do FSB, mencionando o alto nível das reservas internacionais, a posição credora externa líquida do Brasil, a política fiscal consistente (resultado nominal superavitário no primeiro trimestre de 2008) e o grau de investimento recebido das principais agências classificadoras de risco.

O FSB foi criado pela Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, com as finalidades de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do país localizados no exterior. A descrição marca algumas diferenças de propósitos entre o FSB e o que se define como um FSI tradicional. O fundo brasileiro não visa administrar parte das reservas internacionais, de forma a conseguir maiores retornos financeiros, como são os casos da China e da Coreia do Sul, nem poupar recursos de exportações de determinado recurso natural, como o caso dos FSIs de países do Golfo Pérsico. O FSB tem objetivos estratégicos, relacionados à promoção do crescimento e à manutenção da estabilidade econômica.

A Lei de 2008 foi complementada pelos Decretos nº 7.055, de 28 de dezembro de 2009, que regulamenta o FSB, e nº 7.113, de 19 de fevereiro de 2010, que cria o Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil (CDFSB). Os decretos atribuem ao MF a responsabilidade de operar este fundo, mas submetem ao CDFSB, composto também pelo Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MP) e pelo Banco Central do Brasil (BCB), as decisões relacionadas à alocação máxima em cada classe de ativos, à aprovação de projetos de interesse estratégico nacional, à elaboração da proposta orçamentária e à definição do regimento interno. O FSB foi capitalizado com aporte inicial de R\$ 14 bilhões do Tesouro. Em junho de 2010, foi noticiado que o FSB compraria ações do Banco do Brasil (BB) (FUNDO..., 2010a) e, em setembro de 2010, o MF informou que o fundo seria utilizado para a capitalização da Petrobras, relacionada aos investimentos planejados pela estatal para explorar o petróleo do pré-sal (MP..., 2010). Cerca de 80% do patrimônio do FSB está aplicado nas ações da Petrobras e 10% nas do BB (FUNDO..., 2010b). A carteira de ativos do Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização (FFIE), cujo único cotista é o FSB, é informada mensalmente pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).<sup>15</sup>

15. As informações sobre o FFIE estão disponíveis em: <<http://www.cvm.gov.br>>.

O debate sobre o FSB foi intenso, primeiro nos jornais e depois no meio acadêmico, que recentemente começou a divulgar os primeiros estudos sobre o fundo brasileiro. Na imprensa, pela natureza do meio, a discussão foi por vezes mais apaixonada. O diretor executivo do Brasil no FMI, Paulo Nogueira Batista Jr., saiu em defesa do fundo, ressaltando que a atuação do Tesouro Nacional deve ser bem-vinda, a exemplo do que ocorre nos Estados Unidos, em que o Federal Reserve System (Fed) e a Secretaria do Tesouro compartilham a autoridade cambial e trabalham de forma coordenada (BATISTA JÚNIOR, 2008). Mariano Laplane avaliou positivamente o FSB e realçou seu caráter desenvolvimentista, com potencial para acelerar o processo de internacionalização das empresas brasileiras (REHDER, 2008). As críticas concentraram-se nos custos associados ao FSB, na ainda alta dívida pública total, nos déficits fiscal e de conta corrente do Brasil e na baixa poupança interna (GIAMBIAGI, 2008; NAKANO, 2008; KUNTZ, 2008).

As análises acadêmicas sobre o FSB, assim como o debate público na imprensa, também foram marcadas pelo posicionamento a favor ou contra o estabelecimento do fundo, de acordo com as inclinações do autor. Sias (2008) ressalta que “o fundo soberano constitui-se num poderoso instrumento de política econômica, auxiliando as políticas fiscal, monetária, cambial e industrial”. O autor lembra que os países que instituíram FSIs melhoraram a condução de sua economia, ao institucionalizarem o caráter anticíclico do gasto governamental, atenuarem o problema da apreciação cambial e diversificarem os investimentos no exterior. Bello (2008) lembra que, ao fornecer recursos para empresas nacionais no exterior, o FSB estaria atuando como fundo de desenvolvimento, e não como instrumento para aumentar a rentabilidade das reservas internacionais. A autora questiona o possível repasse de recursos do FSB para o BNDES e afirma que este banco teria condições de acessar diretamente o mercado internacional para financiar suas operações. Freitas (2009), em texto que trata das rendas do petróleo e da instituição do fundo soberano de investimentos, defende que há fortes argumentos de economia política em prol da instituição do FSB, mas lembra que os objetivos de amortecer os ciclos econômicos ou acumular estoque de poupança para gerações futuras podem ser atingidos por meio do controle adequado dos gastos públicos. A diferença entre o caso brasileiro e os demais países que estabeleceram FSIs é enfatizada por Caparica (2010), que lembra que o Brasil não tem superávits em conta corrente e não conta com altos índices de poupança interna. Além disso, o autor nota que “a política fiscal não tem sido anticíclica, o que serve como forte argumento contra a criação do Fundo Soberano Brasileiro”. Afirma, por fim, que as taxas de juros brasileiras são as mais elevadas do mundo e, portanto, será difícil que o fundo brasileiro consiga oferecer retornos acima do custo da dívida pública. Lima também realça a especificidade do fundo brasileiro e afirma que o governo (...) procura usar um instrumento de política econômica denominado erroneamente de fundo soberano, em última instância, para melhorar a competitividade das indústrias brasileiras no exterior (LIMA, 2009, p.106).

Como apontado anteriormente, o Brasil aparece – a exemplo da França – como um país que criou seu FSI sem ter as características principais dos demais países que possuem tal instrumento; quais sejam, os superávits sustentados de conta corrente, a dependência das exportações de combustíveis e os altos níveis de poupança interna. A especificidade do caso brasileiro é evidenciada na tabela 5.

TABELA 5  
Média dos indicadores econômicos dos países com FSIs e dados do Brasil (2004-2008)

País	Balanco conta corrente/ PIB %	Exportações de combustíveis / exportações totais %	Exp. minérios e metais/exp. totais %	PIB <i>per capita</i> 2000 US\$	Reservas/PIB %	Poupança interna/PIB %
Média dos países com FSI <sup>1</sup>	12,56	53,36	7,08	10.291	29,16	40,96
Brasil	0,60	7,20	10,43	4.137	9,56	19,77

Fonte: Banco Mundial (*World Development Indicators*) e FMI (balanço de conta corrente).

Elaboração do autor.

Nota: <sup>1</sup> Excluindo-se o Brasil.

A decisão de criar o FSB, nesse contexto, não pode ser explicada pelos fundamentos da economia brasileira. O fundo foi criado como um dos fundos de desenvolvimento que, segundo o FMI (2008), auxiliam projetos socioeconômicos ou promovem políticas industriais para impulsionar o crescimento do PIB do país. O MF evidenciou o caráter do FSB, quando estabeleceu, entre os objetivos do fundo, o apoio a projetos de interesse estratégico do país. Depois da crise financeira de 2008, quando se evidenciou que os governos dos países desenvolvidos estavam – na verdade, sempre estiveram – dispostos a fazer grandes sacrifícios para defenderem suas empresas nacionais, é difícil criticar o desejo do governo de ter papel econômico estratégico e acompanhar a internacionalização das empresas brasileiras.

Mas pode-se questionar se o fundo é o melhor instrumento para perseguir tal objetivo. O BNDES, como lembrou Bello (2008), pode captar recursos no exterior e financiar diretamente os projetos de expansão das empresas brasileiras. Desde 2003, o banco apoia o investimento direto brasileiro no exterior, por meio de financiamento ou participação acionária.<sup>16</sup> Em agosto de 2009, abriu escritório em Montevidéu, no Uruguai, com vistas a estruturar e facilitar negócios de interesse do Brasil na América do Sul, especialmente nos países-membros do Mercado Comum do Sul (Mercosul). Em novembro de 2009, o BNDES abriu subsidiária em Londres, com o objetivo de aumentar a visibilidade do banco junto à comunidade financeira internacional e auxiliar os projetos das empresas brasileiras no exterior.

16. *Atuação internacional do BNDES*. Disponível em: <[www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/O\\_BNDES/A\\_Empresa/internacional.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/internacional.html)>.

O FSB, na verdade, parece ter respondido a uma aspiração do MF de ter atuação no câmbio. Vale lembrar que, nos Estados Unidos, o Tesouro tem também responsabilidades sobre a administração cambial. Entre os objetivos do MF poderá estar a manutenção de taxas de câmbio mais desvalorizadas. A perspectiva do ministério parece estar alinhada com a descrição do mundo feita por Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003), realçada na seção 2 deste artigo. O Brasil deveria preocupar-se em manter a taxa de câmbio desvalorizada para promover o crescimento por meio das exportações e estabelecer-se junto ao “grupo asiático”, que se aproveita da vantagem competitiva do câmbio para fornecer produtos à Europa e aos Estados Unidos. A constituição do Fundo Soberano do Brasil surge, neste contexto, como instrumento para apoiar a visão do MF acerca do posicionamento internacional do Brasil, visão esta que diferiria da do BCB, responsável pela administração das enormes reservas brasileiras.

Com vistas a atenuar a apreciação do câmbio, a alternativa à criação do FSB poderia ser uma atuação mais ativa do BCB, bem como a possibilidade de introduzir formas de controle ou tributação do capital estrangeiro. Uma política fiscal mais restritiva, que ajudasse na queda dos juros reais brasileiros, também teria impacto cambial. O debate continua no Brasil sobre a questão do câmbio, mas o Fundo Soberano do Brasil, até o momento, não se revelou instrumento eficaz para lidar-se com a questão.

O outro objetivo do FSB, segundo o decreto de sua criação, é o de formar poupança pública. O Brasil, como foi dito, é caracterizado por baixos níveis relativos de poupança interna. O aumento da poupança pública poderia ajudar a mudar a situação. Mas, de novo, a questão é avaliar se o FSB é o melhor instrumento disponível para que o governo brasileiro busque tal meta. Vale notar que a constituição do fundo em si não ajuda esta poupança, como realçou Freitas (2009). Este serve como instrumento para utilizar os recursos poupados, mas não incentiva de maneira direta a geração de superávits fiscais. Devem-se avaliar, também, as alternativas existentes para o uso dos recursos que eventualmente sejam poupados. A diminuição da dívida existente seria alternativa à criação do fundo que teria impacto positivo nas taxas de juros. Outra opção seria a criação de fundos setoriais, destinados a, por exemplo, investimentos em infraestrutura.

As razões para o fundo brasileiro, portanto, estão mais associadas à economia política e à dinâmica entre as autoridades responsáveis pela condução econômica do país que aos fundamentos econômicos. O FSB poderia ser justificado pela teoria econômica pura, caso tivesse sido criado com recursos das reservas internacionais do Brasil. Como no caso da Coreia do Sul, este fundo visaria diminuir o custo de carregamento das reservas, ao aplicar parte destas em ativos mais rentáveis de longo prazo. Talvez a intenção do MF fosse esta, ao propor inicialmente a criação do fundo, mas não foi viabilizada pela diferença de opinião do BCB sobre o assunto (BC..., 2008).

O FSB, no entanto, poderá tornar-se um FSI tradicional, caso a exploração das camadas de petróleo do pré-sal levem o Brasil a se transformar em grande exportador do produto. Ao longo da última década, as exportações brasileiras de combustível já vêm crescendo e atingiram US\$ 18,7 bilhões, em 2008, ou 9,5% das exportações totais, recuando para US\$ 15,0 bilhões, em 2009, ou 9,8% das exportações totais, por causa da crise financeira.<sup>17</sup> Segundo projeções do BNDES, as exportações de petróleo do Brasil podem chegar a US\$ 108 bilhões em 2030, no cenário que leva em consideração o preço de US\$ 85,00 para o barril do produto (BNDES..., 2008). Em cenários mais otimistas, com o barril a US\$ 143,00, as exportações de petróleo atingiriam US\$ 182 bilhões, o que representaria 5,6% do PIB da época, segundo o BNDES. As projeções consideram que a exploração comercial significativa do pré-sal começará em 2015.

A exploração do petróleo do pré-sal poderia levar o Brasil a ter indicadores econômicos similares aos dos países que hoje têm FSIs, porque aumentaria a importância da exportação de combustíveis na pauta exportadora do país e implicaria crescentes superávits comerciais e de conta corrente. Os recursos adicionais, ademais, poderiam ajudar no aumento da poupança doméstica, ao colaborar com as finanças públicas. Os três determinantes dos fundos soberanos de investimentos, portanto, seriam impactados. Mas, segundo as projeções, o Brasil ainda teria de esperar mais de uma década para que a mudança ocorresse.

## 6 CONCLUSÃO

O anúncio da criação do fundo soberano de investimentos da China, em 2007, chamou atenção da comunidade internacional para este tipo de instrumento financeiro controlado pelos governos. Os PEDs, que nas últimas décadas acumularam enormes volumes de reservas internacionais, encararam os FSIs como maneira de aumentar a rentabilidade dos seus ativos e diminuir o custo de carregamento. Os países desenvolvidos, no entanto, tiveram reação cautelosa. Incentivaram as organizações internacionais a estudarem o assunto e criaram guias de conduta para estes fundos apesar de não incentivarem este tipo de controle para instrumentos semelhantes, como os fundos de *hedge*. Além disso, aumentaram o poder regulatório das autoridades competentes, de forma a proteger setores sensíveis e lidar com fundos que posicionem interesses estratégicos à frente do racional econômico.

O receio baseia-se na situação de desequilíbrios macroeconômicos globais e no potencial dos FSIs, que já somam cerca de US\$ 3 trilhões em ativos e podem crescer muito nos próximos anos. A maioria destes fundos, no entanto, não atua de forma estratégica. São instrumentos utilizados para acumular recursos

---

17. Banco Mundial (*World Development Indicators*), para o dado de 2008, e Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), para 2009.



de países que são grandes exportadores de recurso natural – principalmente o petróleo –, como os Emirados Árabes Unidos e a Noruega, ou manufaturas, como a China e a Coreia do Sul. As aplicações são de mais longo prazo, se comparadas às dos bancos centrais, mas a grande maioria dos investimentos dos FSI é passiva, sem controle acionário, visando a retornos maiores que os dos títulos do governo norte-americano.

Os países que decidiram criar FSIs são caracterizados pela exportação de combustíveis e minérios, sustentados superávits de conta corrente e/ou altos níveis de poupança interna, conforme comprovado pelas análises estatísticas da seção 4 deste artigo. Neste contexto, o caso do Brasil sobressai. O país tem registrado déficits de conta corrente, não depende da exportação de petróleo e possui relativo baixo nível de poupança interna. A lógica para a criação do FSI tradicional, portanto, não parece funcionar no caso brasileiro. A decisão de estabelecer o FSB está mais relacionada com a adoção deste tipo de instrumento financeiro por importantes PEDs e a dinâmica entre as autoridades responsáveis pela condução econômica do país que com os fundamentos econômicos.

A situação, no entanto, pode mudar, caso o Brasil torne-se grande exportador de petróleo, com a exploração da camada do pré-sal. Caso as hipóteses atuais sejam efetivadas, o país tornar-se-á importante produtor e exportador do produto e passará a registrar superávits de conta corrente. O Brasil aproximar-se-ia, em termos macroeconômicos, dos países que contam hoje com FSIs. A mudança, no entanto, não aconteceria no curto prazo.

## REFERÊNCIAS

AIZENMAN, J.; LEE, J. International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence. **Open Economies Review**, v. 18, n. 2, p. 191-214, 1 May 2007.

AIZENMAN, J.; R. GLICK. Sovereign wealth funds: stumbling blocks or stepping stones to financial globalization? **Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter**, n. 38, Nov. 2007.

\_\_\_\_\_. Sovereign wealth funds: stylized facts about their determinants and governance. **International Finance**, v. 12, n. 3, p. 351-386, 2009.

AVENDAÑO, R.; SANTISO, J. **Are sovereign wealth funds' investments politically biased?** A comparison with mutual funds. United States: OECD, 2009. (Working Paper, n. 283).

BALDING, C. **A Portfolio analysis of sovereign wealth funds**. Irvine: University of California, 2008. Disponível em: <<http://nguyenduckhuong.com/download/swpf03.pdf>>.

- BATISTA JÚNIOR, P. N. Fundo Soberano do Brasil. **Folha de S. Paulo**, 28 maio 2008.
- BC lamenta ação de fundo no câmbio. **Folha de S. Paulo**, 14 maio 2008.
- BELLO, T. S. **Um fundo soberano brasileiro: é o momento?** Rio Grande do Sul: FEE, jan. 2008. (Texto para Discussão, n. 25).
- BLUNDELL-WIGNALL, A.; HU, Y.; YERMO, J. **Sovereign wealth and pension fund issues**. France: OECD, 2008. (Working Paper, n. 14).
- BNDES defende exploração gradual da camada pré-sal. **Folha de S. Paulo**, 11 set. 2008.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. **Fundo Soberano do Brasil (FSB)**. Apresentação do ministro da Fazenda, Guido Mantega. Brasília, 13 maio 2008. Disponível em: <[www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/pronunci2.asp](http://www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/pronunci2.asp)>.
- BREMMER, I. **The end of the free market: who wins the war between states and corporations?** Nova York: Portfolio, 2010.
- CAPARICA, R. F. C. **O papel dos fundos soberanos na economia mundial**. 2010. Dissertação (Mestrado) – Finanças e Economia Empresarial, Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro: FGV, abr. 2010.
- CHINA Investment Corporation unveils investment plan. **China Daily**, 17 Nov. 2007. Edição digital.
- COHEN, B. J. Sovereign wealth funds and national security: the great tradeoff. **International Affairs**, v. 85, n. 4, p. 713-731, 2009.
- COUTURIER, J.; SOLA, D.; STONHAM, P. Are sovereign wealth funds white knights? **Qualitative Research in Financial Markets**, v. 1, n. 3, 2009. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/1755-4179.htm>>.
- DAS, D. K. Sovereign-wealth funds: a new role for the emerging market economies in the world of global finance. **International Journal of Development Issues**, v. 7, n. 2, p. 80-96, 2008. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/1446-8956.htm>>.
- DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **An essay on the revived Bretton Woods System**. Massachusetts: Cambridge, Sept. 2003. (Working Paper, n. 9.971).
- FAZENDA confirma criação de fundo para gerir recursos. **Valor Econômico**, 18 out. 2007.
- FERNANDEZ, D. G.; ESCHWEILER, B. Sovereign wealth funds: a bottom-up primer. **JPMorgan Research**, May 2008.

FLOOD, R.; MARION, N. P. Holding international reserves in an era of high capital mobility. *In*: COLLINS, S. M.; RODRIK, D. (Eds.). **Brookings trade forum**. Washington: Brookings Institution Press, 2001.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Sovereign wealth funds: a work agenda**. Washington, 29 de fevereiro de 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>>.

\_\_\_\_\_. **World Economic Outlook: sustaining the recovery**. Washington: FMI, Oct. 2009.

\_\_\_\_\_. **World Economic Outlook: recovery, risk, and rebalancing**. Washington: FMI, Oct. 2010.

FREITAS, P. S. **Rendas do petróleo, questão federativa e instituição de fundo soberano**. Brasília: Consultoria do Senado Federal, fev. 2009. (Textos para Discussão, n. 53).

FUNDO Soberano comprará ações do Banco do Brasil. **Jornal do Brasil**, 18 jun. 2010a.

FUNDO Soberano tem 80% na Petrobrás. **O Estado de S. Paulo**, 8 out. 2010b.

GIAMBIAGI, F. O fundo soberano. **Folha de S. Paulo**, 21 jul. 2008.

GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A. **Sovereign wealth funds: a developing country perspective**. *In*: SEMINÁRIO FUNDOS SOBERANOS DE INVESTIMENTOS ORGANIZADO PELA CORPORACÃO ANDINA DE FOMENTO. Londres, 18 Feb. 2008.

ING BANK. **Financial Markets Outlook**. Amsterdam: ING, 12 Nov. 2009.

IWG – INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS. **Sovereign wealth funds: generally accepted principles and practices**. Washington: IWG, Oct. 2008.

JEN, S. Sovereign wealth funds: what they are and what's happening. **World Economics**, v. 8, n. 4, Oct.-Dec. 2007a.

\_\_\_\_\_. The definition of a sovereign wealth fund. **Morgan Stanley Research Global**, Oct. 2007b.

KERN, S. Sovereign wealth funds: state investments on the rise. **Deutsche Bank Research**, Sept. 2007.

KUNTZ, R. Fundo soberano, brinquedo perigoso. **O Estado de S. Paulo**, 8 maio 2008.

LAPLANE, M. Pode ser um instrumento para o desenvolvimento. Entrevista. **O Estado de S. Paulo**, 31 maio 2008.

LIMA, I. M. K. D. **A nova estrutura geoeconômica internacional e a recente proliferação dos fundos soberanos de riqueza**. 2009. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009.

MARCHICK, D. M.; SLAUGHTER, M. J. **Global FDI Policy**. New York: Council on Foreign Relations Press, June 2008.

MARTIN, M. F. China's sovereign wealth fund. **CRS Report for Congress**. 22 Jan. 2008. Disponível em: <<http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34337.pdf>>.

MP permite uso do Fundo Soberano para a capitalização da Petrobras. **Folha de S. Paulo**, 1 set. 2010.

NAKANO, Y. Fundo soberano do Brasil. **Folha de S. Paulo**, 18 maio 2008.

NG, W. The evolution of sovereign wealth funds: Singapore's Temasek holdings. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, v. 18, n. 1, p. 6-14, 2010. Disponível em: <[www.emeraldinsight.com/1358-1988.htm](http://www.emeraldinsight.com/1358-1988.htm)>.

NOVA política industrial pretende baratear investimento e elevar exportações. **Folha de S. Paulo**, 12 maio 2008.

OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Sovereign wealth funds and recipient country policies**. Paris: OCDE, 4 Abr. 2008.

O'NEILL, J.; NIELSEN, E. F.; BAHAJ, S. In defense of sovereign wealth funds. **Global Economics Paper**, n. 167, 21 maio 2008.

SANTISO, J. **Sovereign development funds: key financial actors of the shifting wealth of nations**. United States: OECD, Oct. 2008. (Working Paper).

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.

TRUMAN, E. M. A blueprint for sovereign wealth fund best practices. **Policy Briefs in International Economics**. Washington: Peterson Institute for International Economics, Abr. 2008a.

\_\_\_\_\_. The rise of sovereign wealth funds: impacts on US foreign policy and economic interests. **Foreign Affairs**, Washington, 21 maio 2008b.

UNITED STATES. US Department of the Treasury. **Treasury reaches agreement on principles for sovereign wealth fund investment with Singapore and Abu Dhabi**. Washington, DC, 20 mar. 2008a. Disponível em: <[www.ustreas.gov/press/releases/hp881.htm](http://www.ustreas.gov/press/releases/hp881.htm)>.

\_\_\_\_\_. US Government Accountability Office. **Foreign investment: laws and policies regulating foreign investment in ten countries.** Washington, DC, 2008b.

WU, F.; SEAH, A. Would China's sovereign wealth fund be a menace to the USA? **China & World Economy**, v. 16, n. 4, p. 33-47, 2008.

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

#### **BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR**

ADLER, E.; KAVANAGH, J.; UGRYUMOV, A. State aid to banks in the financial crisis: the past and the future. **Journal of European Competition Law & Practice**, v. 1, n. 1, 2010.

DRUCKER, P. The changed world economy. **Foreign Affairs**, v. 64, n. 4, 1986.

KIMMITT, R. M. Public footprints in private markets: sovereign wealth funds and the world economy. **Foreign Affairs**, v. 87, v. 1, Jan.-Feb. 2008.

WEHRFRITZ, G. State capitalists: governments are getting back into the business of business. **Newsweek**, 1 May 2006.