



Universidade Estadual de Campinas
Instituto de Filosofia e Ciências Humanas
Mestrado em Ciência Política

PATRÍCIA NOGUEIRA RINALDI

Estados e Fundos Soberanos de Riqueza:
Instrumentos de retrocesso ou avanço da
globalização financeira?

Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Ciência Política do Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Universidade Estadual de Campinas sob a orientação do Prof. Dr. Sebastião Velasco e Cruz, como parte dos requisitos para obtenção do título de mestre em Ciência Política, na área de Economia Política Internacional.

Campinas-SP, Agosto de 2010.

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA
BIBLIOTECA DO IFCH - UNICAMP
Bibliotecária: Cecília Maria Jorge Nicolau CRB nº 3387**

R47e **Rinaldi, Patrícia Nogueira**
Estados e Fundos Soberanos de Riqueza: instrumentos de retrocesso ou avanço da globalização financeira? / Patrícia Nogueira Rinaldi. - - Campinas, SP : [s. n.], 2010.

Orientador: Sebastião Carlos Velasco e Cruz.
Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas.

1. Estado. 2. Globalização – Aspectos econômicos. 3. Globalização – Aspectos políticos. 4. Investimentos estrangeiros. 5. Relações econômicas internacionais. I. Cruz, Sebastião Carlos Velasco e. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Filosofia e Ciências Humanas. III. Título.

**Título em inglês: States and Sovereign Wealth Funds: instruments for retreat
or advance of financial globalization?**

Palavras chaves em inglês (keywords): **State, The
Globalization – Economic aspects
Globalization – Political aspects
Foreign investments
Foreign economic relations**

Área de Concentração: Economia Política Internacional

Titulação: Mestre em Ciência Política

**Banca examinadora: Sebastião Carlos Velasco e Cruz, Reginaldo Carmello
Corrêa de Moraes, Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho**

Data da defesa: 18-08-2010

Programa de Pós-Graduação: Ciência Política

PATRÍCIA NOGUEIRA RINALDI

**ESTADOS E FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA:
INSTRUMENTOS DE RETROCESSO OU AVANÇO DA
GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA?**

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Departamento de Ciência Política do Instituto de
Filosofia e Ciências Humanas da Universidade
Estadual de Campinas sob a orientação do Prof.
Dr. Sebastião Carlos Velasco e Cruz.

Este exemplar corresponde à
redação final da dissertação
defendida e aprovada pela
Comissão Julgadora em
18/08/2010

BANCA

TITULARES

Prof. Dr. Sebastião Carlos Velasco e Cruz (Orientador)

Prof. Dr. Reginaldo Carmello Corrêa de Moraes

Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho

SUPLENTES

Prof. Dr. Jaime César Coelho

Prof. Dr. Armando Boito Junior

AGOSTO / 2010

À minha família;

Aos amigos do coração;

E fundamentalmente,

Àquele que dá sentido a todas as coisas:

O meu Amor.

AGRADECIMENTOS ACADÊMICOS

Ao Instituto de Filosofia e Ciências Humanas e ao Programa de Mestrado em Ciência Política, pela formação de mestre.

Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), por financiar essa pesquisa.

Ao Professor Doutor Sebastião Velasco e Cruz, por permitir plena autonomia de pesquisa sem, entretanto, deixar de guiar minha investigação por meio de suas observações construtivas.

Aos Professores Doutores Carlos Eduardo F. de Carvalho e Reginaldo Carmello Corrêa de Moraes, pelas sugestões apresentadas na Banca de Qualificação e que foram de grande valia para a conclusão dessa dissertação.

Ao Professor Eduardo Barros Mariutti, pela orientação desde minha graduação, e pelos seus preciosos comentários sobre os aspectos gerais da discussão traçada nesse trabalho.

Ao Professor Lício da Costa Raimundo, agradeço a confiança no meu trabalho desde a graduação e a ajuda fundamental para compreender os aspectos monetários e financeiros da economia capitalista.

Aos Professores Carlos Toledo e Olívia Maria Bullio Mattos, juntamente com o Professor Lício, pelas discussões nos grupos de estudo sobre economia política.

Ao analista em Relações Internacionais Rafael Gonçalves de Lima, pelo auxílio na organização dos dados na categorização dos FSR.

Ao Professor e colega Thiago Fernandes Franco, por ter me apresentado o tema dessa dissertação.

Aos Professores João Manuel Cardoso de Mello, Liana Aureliano e Luiz Gonzaga Belluzzo, agradeço o convite em participar dos Seminários do Instituto de Pesquisa em Ciências Humanas, em seus nomes, às Faculdades de Campinas, pela possibilidade de dar continuidade ao meu trabalho.

Aos Professores e colegas Alcides Eduardos dos Reis Peron, Érika Laurinda Amusquivar e Georgia Christ Sarris, pelas discussões sobre os problemas europeus e latino-americanos e pelo comprometimento com a pesquisa e o ensino em bases mais humanísticas.

AGRADECIMENTOS PESSOAIS

Aos meus pais, Dulcinéia Nogueira de Almeida Rinaldi e Maurício Rodrigues Rinaldi, por valores que a mim legaram e pelo apoio incondicional para que pudesse realizar todos os meus projetos. Sem esta base, nada seria. Agradeço a vocês com todo amor.

À minha irmã (mimã) mais que amada, Kamila Aparecida Nogueira Rinaldi, pela companhia imprescindível, pelos momentos musicais e pela alegria de sempre poder ser criança.

Aos meus amigos queridos, que continuam amigos mesmos pelas ausências: às FGs, amigas incondicionais, apoiando umas às outras, mesmo de longe, a cada nova fase da vida; às MICs, por momentos alternativos à seriedade do dia-a-dia, pela presença divertida sempre!; aos amigos que a dança me concedeu em todos esses anos; aos novos amigos do arco e flecha; aos amigos do OFTA – Observatório de Fenômenos Transnacionais nas Américas, pela oportunidade constante de ensinar e aprender; à Pérola Paron, pelos conselhos fortificantes; à Família Leonello Victal, por ter me recebido de forma tão carinhosa. Agradeço a todos vocês por me tornarem especial.

Especialmente, à Aluísio Leonello Victal, por me fazer companhia nessa jornada solitária que é o mestrado. Mas acima de tudo, por nos cativarmos e tornarmos nossas vidas cheias de sol. Pelas esperanças, pelo presente e pelo futuro, por andarmos juntos, de mãos dadas, até o infinito.

RESUMO

Essa dissertação se debruça sobre o fenômeno dos fundos soberanos de riqueza, definidos como veículos de aplicações financeiras estatais realizadas prioritariamente no exterior. O principal problema analisado refere-se aos impactos dessa intervenção estatal, uma vez que os Estados se configuram, por meio dos FSR, como verdadeiros *players* do sistema financeiro internacional, apresentando sérias implicações para o processo de globalização financeira, especialmente após, pelo menos, três décadas de promoção de princípios de redução do papel do Estado nos mercados. Busca-se entender se os FSR seriam instrumentos de retrocesso ou de avanço da globalização financeira em torno de três eixos de discussão: da análise das pré-condições para o surgimento dos FSR, que apontam para uma mudança na divisão internacional do trabalho; da análise dos motivos que levam os países a criarem FSR, que apontam para uma mudança na configuração da autoridade estatal no processo de globalização financeira; e da análise do processo regulatório dos FSR, que aponta para o controle de medidas protecionistas dos países receptores contra esses investimentos estatais. A discussão é embasada por uma categorização das principais características de trinta FSR selecionados.

Palavras chave: Fundos Soberanos de Riqueza; Estados; Globalização Financeira.

ABSTRACT

This dissertation investigates the sovereign wealth funds (SWFs), which are vehicles for governments' financial investments, allocated priority in foreign financial assets. The main problem under concern refers to state intervention as long as states are truly players in the international financial system. It represents major repercussions for the financial globalization process, especially after the massive promotion of principles such as state retrenchment. Therefore, it is investigated if SWFs are stumbling blocks or stepping stones to financial globalization, in a three-basis discussion: analysis of the pre-conditions for SWFs development as a result of rearrangements in the international division of labor; analysis of the purposes for creating a SWF as a result of rearrangements in the states authorities in relation to financial globalization; and analysis of SWF regulation process against protectionism actions from recipient countries. The discussion is supported by a categorization of the main characteristics from thirty selected funds.

Keywords: sovereign wealth funds (SWFs); States; financial globalization.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADIA	United Arab Emirates Abu Dhabi Investment Authority
BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
BRIC	Brasil, Rússia, Índia e China
CEPAL	Comissão Econômica para a América Latina e Caribe
CFIUS	<i>Committee on Foreign Investments</i>
CIC	China Investment Corporation
CNOOC	<i>China National Offshore Oil Corporation;</i>
DES	Direitos Especiais de Saque
EAU	Emirados Árabes Unidos
EFA	<i>Exon-Florio Amendment</i>
EIA	<i>Energy Information Agency</i>
EUA	Estados Unidos da América
FESS	Economic and Social Stabilization Fund
FINSA	<i>Foreign Investment and National Security Act</i>
FMI	Fundo Monetário Internacional
Fonden	National Development Fund
FRR	Fonds de Régulation des Recettes
FSR	Fundos Soberanos de Riqueza
GAPP	<i>General Accepted Principles and Practices</i>
GATS	<i>General Agreement on Trade in Services</i> (expressão em inglês para Acordos Gerais sobre Comércio de Serviços)
GIC	Government of Singapore Investment Corporation

GPA	<i>Agreement on Government Procurement</i> (expressão em inglês para Acordo de Licitações dos Governos)
IWG	<i>International Working Group</i>
KHC	<i>Kingdom Holding Company</i>
KIA	Kuwait Investment Authority
KIC	Korea Investment Corporation
LIA	Libyan Investment Authority
n.d	Não disponível
NSF	Taiwan National Stabilization Fund
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OMC	Organização Mundial do Comércio
P&O	<i>Peninsular and Oriental Steam Navigation Company</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PTF	Public Investment Fund
QIA	Qatar Investment Authority
QIC	Queensland Investment Corporation
SDR	<i>Special Drawing Rights</i> (expressão em inglês para Direitos Especiais de Saque)
SOFAZ	State Oil Fund
SWF	<i>Sovereign Wealth Funds</i> (expressão em inglês para Fundos Soberanos de Riqueza)
UE	União Europeia

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Volume dos FSR em comparação a diferentes ativos financeiros	14
(2006, US\$ trilhões)	14
Gráfico 2: Volume dos FSR em comparação aos maiores investidores financeiros individuais (2006, US\$ trilhões)	15
Gráfico 3: Décadas de surgimento dos FSR	33
Gráfico 4: Distribuição dos FSR entre países desenvolvidos, em desenvolvimento e subdesenvolvidos.....	35
Gráfico 5: Faixas de volume de investimento dos FSR	35
Gráfico 6: Porcentagem do volume dos FSR em relação ao PIB.....	36
Gráfico 7: Análise do Balanço de Pagamentos por países das regiões: América do Norte, Europa, América Latina e África (2008).....	38
Gráfico 8: Análise do Balanço de Pagamentos por países das regiões: Cáucaso e Oriente Médio (2008)	38
Gráfico 9: Análise do Balanço de Pagamentos por países das regiões: Ásia e Oceania (2008).....	39
Gráfico 10: Trajetória das reservas internacionais e contribuição dos países em desenvolvimento (1990-2008, em US\$ trilhões)	40
Gráfico 11: Comparação das Reservas Internacionais por Regiões (2002 e 2008, em US\$ bilhões)	41
Gráfico 12: Classificação dos FSR por fontes de financiamento oriundas da exportação de commodities e não-commodities	42
Gráfico 13: Composição da fonte de financiamento dos FSR exportadores de commodities	42
Gráfico 14: Composição da fonte de financiamento dos FSR exportadores de não-commodities	43
Gráfico 15: Trajetória do preço real do petróleo cru (em US\$ constantes, por barril).....	65

Gráfico 16: Contrapartida dos superávits dos países exportadores de petróleo e dos países asiáticos nos déficits americanos (US\$ bilhões).....	66
Gráfico 17: Tipos de gerenciamento operacional dos FSR por parte dos Estados.....	73
Gráfico 18: Estrutura do quadro executivo dos FSR controlados e gerenciados pelo Estado	74
Gráfico 19: Estruturas dos FSR controlados pelo Estado, mas com gerenciamento próprio..	76
Gráfico 20: Estrutura do quadro executivo dos FSR controlados pelo Estado, mas com gerenciamento próprio.....	76
Gráfico 21: Uso de gerenciamento externo por tipo de estruturação dos FSR	78
Gráfico 22: Tipos de regimes políticos adotados por países detentores de FSR.....	79
Gráfico 23: Índice Democrático dos países detentores dos FSR.....	81
Gráfico 24: Tipos de gerenciamento operacional dos FSR pertencentes a Estados democráticos	82
Gráfico 25: Tipos de gerenciamento operacional dos FSR pertencentes a Estados autoritários	82
Gráfico 26: Propósitos dos FSR	84
Gráfico 27: FSR com propósito de poupança.....	85
Gráfico 28: FSR com propósito de estabilização	87
Gráfico 29: FSR com propósito de financiamento	88
Gráfico 30: FSR com propósito de desenvolvimento.....	90
Gráfico 31: FSR com propósitos estratégicos	92
Gráfico 32: Composição dos portfólios dos FSR por % dos ativos (2008)	95
Gráfico 33: Projeções para a composição dos portfólios dos FSR por % dos ativos (2012) ..	95
Gráfico 34: Porcentagem dos ativos dos FSR envolvidos em processos de fusões e aquisições	96
Gráfico 35: Distribuição setorial dos investimentos em equity (2009).....	98
Gráfico 36: Volume e número de investimentos dos FSR por regiões (2008).....	98
Gráfico 37: Investimentos dos FSR em equity por regiões	99

Gráfico 38: Investimentos dos FSR em equity por países receptores	99
Gráfico 39: Investimentos em equity nos países da OCDE por setores (2009)	103
Gráfico 40: Investimentos em equity nos países fora da OCDE por setores (2009)	103
Gráfico 41: Definição dos critérios de financiamento dos FSR	104
Gráfico 42: Uso de benchmarks	106
Gráfico 43: Concentração do Índice de Transparência dos FSR.....	136
Gráfico 44: Porcentagem de FSR que possuem veículos eletrônicos de informação	136
Gráfico 45: Porcentagem de FSR que publicam relatórios de desempenho.....	137
Gráfico 46: Porcentagem dos FSR que realizam a abertura dos balanços financeiros	137
Gráfico 47: Relação entre a existência de website e a maior publicidade das informações sobre FSR	139
Gráfico 48: Relação entre Transparência dos FSR e o regime político dos países detentores	140
Gráfico 49: Financiamento da dívida americana e fluxos financeiros internacionais	174
Gráfico 50: Projeções do crescimento dos FSR (em US\$ tri)	184

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Valor e Porcentagem dos FSR por região (2007).....	12
Tabela 2: Composição percentual do portfólio de todos os FSR por classes de ativos.....	13
Tabela 3: Principais Fundos Soberanos de Riqueza por País.....	23
Tabela 4: Contribuição das receitas do petróleo para o PIB dos países exportadores e para o PIB mundial	60
Tabela 5: Número de transações dos FSR por localização geográfica e setores (2000-2008).....	101
Tabela 6: Maiores Projetos de Investimentos Estatais Barrados pelos Países Receptores.....	113
Tabela 7: Critérios e barreiras indiretas para a limitação de investimentos estrangeiros em países desenvolvidos	148
Tabela 8: Investimentos dos fundos soberanos de riqueza em empresas envolvidas na crise subprime	172

LISTA DE ANEXOS

ANEXO A-I: Lista completa de Fundos soberanos de riqueza por ano de criação, por fonte e por volume	196
ANEXO A-II: Data de surgimento dos FSR por décadas	198
ANEXO A-III: FSR por volume de investimentos	199
ANEXO A-IV: Comparação entre volume, PIB e % do PIB dos países detentores de FSR (2008)	201
ANEXO A-V: Balanço em conta corrente, balanço de pagamentos e reservas internacionais dos países detentores de FSR (2008)	203
ANEXO A-VI: Fontes de Financiamento dos FSR.....	205
ANEXO A-VII: Controle e Gerenciamento dos FSR	206
ANEXO A-VIII: Tipos de regimes políticos adotados por países detentores de FSR.....	208
Anexo A-IX: Propósitos dos FSR.....	209
ANEXO A-X: Portfólio dos FSR por classes de ativos.....	211
ANEXO A-XI: Setores investidos pelos FSR	213
ANEXO A-XII: Localização geográfica dos investimentos realizados pelos FSR.....	215
ANEXO A-XIII: Critérios para financiamento e gerenciamento dos riscos (benchmarks) dos FSR	217
ANEXO A-XIV: Lista das principais empresas nas quais os FSR apresentam participações acionárias	218

ANEXO A-XV: Índice de Transparência dos FSR	220
ANEXO B-I: Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) – Santiago Principles	224
ANEXO B-II: Message by the OECD Secretary-General to the International Monetary and Financial Committee, 11 October 2008, Washington.	228
ANEXO B-III: OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds And Recipient Country Policies	229
ANEXO B-IV: OECD General Investment Policy Principles	231
ANEXO B-V: OECD Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating To National Security	232

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
AS QUESTÕES LEVANTADAS PELOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA.....	1
Globalização financeira e Fundos Soberanos de Riqueza.....	1
PARTE I.....	5
CARACTERIZAÇÃO GERAL DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA	5
Definição de fundos soberanos de riqueza	5
Propósitos, causas e distribuição geográfica dos FSR	9
Composição do portfólio, volume e projeção dos FSR	12
PARTE II	16
OS PROBLEMAS ABORDADOS E A PERSPECTIVA METODOLÓGICA.....	16
FSR e o problema da interação entre Estado e mercados financeiros	16
Os três problemas levantados pelos FSR	18
O problema das pré-condições para o surgimento dos FSR.....	18
O problema do papel estatal nas estratégias de investimento dos FSR.....	19
O problema da regulação internacional	20
Uma categorização dos FSR.....	21
Perspectivas analíticas	24
Uma análise histórica da estrutura da economia política internacional	25
A interação entre o político e o econômico	26
O papel da regulação internacional como uma rede de barganhas políticas.....	28
CAPÍTULO 1	31
A TRAJETÓRIA DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA A PARTIR DOS ANOS 2000	
E INTERPRETAÇÕES SOBRE AS PRÉ-CONDIÇÕES PARA SEU SURGIMENTO.....	31

PARTE I.....	32
A TRAJETÓRIA DOS FSR A PARTIR DOS ANOS 2000	32
PARTE II	44
INTERPRETAÇÕES PARA O ACÚMULO DE SUPERÁVITS EM CONTA	
CORRENTE POR PARTE DOS PAÍSES DETENTORES DE FSR	44
O argumento neomercantilista	46
A hipótese do Segundo <i>Bretton Woods</i>	49
Aspectos problemáticos do argumento mercantilista e da hipótese do Segundo <i>Bretton Woods</i>	52
Globalização produtiva: a nova divisão internacional do trabalho	55
Os superávits estruturais dos países exportadores de commodities energéticas não-substituíveis	60
 CAPÍTULO 2	 71
AS ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA:	
O PAPEL DO ESTADO NA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	71
PARTE I.....	72
O PAPEL ESTATAL NO CONTROLE E GERENCIAMENTO DOS FSR	72
Estruturas de controle e o gerenciamento dos FSR.....	72
FSR controlados e gerenciados pelo Estado	74
FSR controlados pelo Estado, mas gerenciados por estrutura própria	75
O uso de gerenciamento externo	77
A relação entre o tipo de gerenciamento operacional dos FSR e o regime político dos países detentores	78
A influência estatal na definição dos propósitos dos FSR	83
FSR com propósito de poupança	84
FSR com propósito de estabilização.....	86

FSR com propósito de financiamento	87
FSR com propósito de diversificação	89
FSR com propósito de desenvolvimento.....	90
FSR com propósito estratégico	91
Políticas e estratégias de investimento dos FSR	92
Classes gerais dos ativos que compõem os portfólios dos FSR	93
Relações entre setores investidos e localização geográfica dos investimentos	97
Continuidade do financiamento dos investimentos e gerenciamento de risco	104
PARTE II	107
INTERPRETAÇÕES SOBRE O CONTROLE ESTATAL DOS FSR.....	107
As controvérsias levantadas pelos FSR a partir dos países receptores.....	107
As respostas políticas dos países receptores: FSR entendidos como potenciais ameaças à segurança nacional	110
FSR: Um Capitalismo de Estado?.....	115
O problema da oposição entre Estado e mercado e poder político e econômico	119
FSR: uma medida precatória dos Estados?	123
Conclusão: A redefinição da qualidade da autoridade estatal na globalização financeira	126
<i>CAPÍTULO 3</i>	<i>133</i>
<i>O DILEMA DA REGULAÇÃO INTERNACIONAL DOS FSR: ENTRE A REGULAÇÃO MÍNIMA E A GUINADA PROTECIONISTA DOS PAÍSES RECEPTORES.....</i>	<i>133</i>
PARTE I.....	134
O PROBLEMA DA TRANSPARÊNCIA DOS FSR	134
Critérios para avaliar a transparência dos FSR	134
PARTE II	141

AS TENTATIVAS DE REGULAÇÃO NACIONAL E INTERNACIONAL.....	141
Os contornos da regulação dos países receptores	141
O debate nos Estados Unidos	142
O debate nos países da União Europeia	144
Os problemas da regulação nacional	150
Os dilemas da regulação internacional	151
As limitações institucionais da regulação via FMI e os Princípios de Santiago	152
Os princípios de Santiago	155
A regulação da OCDE para os problemas de segurança nacional	160
Outros projetos de regulação: OMC e suspensão dos direitos de voto	163
A regulação via OMC	163
A regulação via suspensão dos direitos de voto	164
Os dilemas e as limitações da regulação internacional dos FSR	166
 PARTE III	 169
 O PROCESSO DE BARGANHA NA REGULAÇÃO INTERNACIONAL DOS FSR	 169
A atuação dos FSR na crise financeira de 2007-2008.....	170
O processo de barganha dos investimentos dos FSR na crise financeira e as consequências para a regulação internacional	176
Conclusão: O dilema da regulação dos FSR como um problema da regulação dos fluxos de capitais na globalização financeira.....	179
 CONCLUSÃO	 183
 OS FSR E A NECESSIDADE DE SE REPENSAR O PAPEL DO ESTADO NO PROCESSO DE GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	 183
 GLOSSÁRIO DE TERMOS FINANCEIROS	 193

ANEXO A.....	195
DADOS REFERENTES À CATEGORIZAÇÃO DOS FSR	195
ANEXO B.....	223
DOCUMENTOS REFERENTES À REGULAÇÃO INTERNACIONAL DOS FSR	223
REFERÊNCIAS	235
Referências citadas.....	235
Referências específicas dos FSR.....	254
Lista de FSR do SWF – Sovereign Wealth Funds Institute	256
Referências consultadas.....	258

INTRODUÇÃO

AS QUESTÕES LEVANTADAS PELOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA

Globalização financeira e Fundos Soberanos de Riqueza

A primeira década do século XXI apresentou um destaque significativo da atuação estatal na economia internacional, a despeito da promoção de princípios como o de redução do papel do Estado e o de ampliação do setor privado, resultantes das reformas liberalizantes na década de 1990. De fato, vários acontecimentos no âmbito da economia política internacional demandaram a ação estatal como única opção: as crises financeiras nos países centrais exigiram que os Estados intervissem para evitar o colapso de seus sistemas bancários e financeiros nacionais; ademais, vários Estados passaram também a controlar corporações multinacionais para que setores estratégicos, como o energético, pudessem ser fortalecidos. Por sua vez, os próprios Estados passaram a realizar aplicações e outros investimentos no mercado financeiro, por meio da compra de participações acionárias e outros ativos no exterior. De tal forma que todos esses eventos resultaram em um intenso debate sobre como tal intervenção estatal poderia possivelmente levar ao retrocesso da liberalização comercial e financeira que está na base do processo de globalização. Enquanto para muitos analistas esses fatores revelariam que o processo de constituição plena de um “livre mercado globalizado” no século XXI está ameaçado (BREMMER, 2009 a; LYONS, 2007 a), por outro lado essas transformações sugerem a necessidade de releitura do papel do Estado na economia política internacional contemporânea.

Os fundos soberanos de riqueza (FSR) estão inscritos nesse novo processo. Em uma definição bastante ampla¹, os FSR são veículos de aplicações financeiras² estatais, fundados em

¹ Há um amplo debate acerca da definição mais apropriada dos FSR. Alguns autores usam concepções mais amplas e genéricas, outros, concepções mais específicas. Esse debate será tratado mais adiante, na Parte I dessa introdução.

superávits fiscais ou comerciais, e realizados prioritariamente no exterior (LOWERY, 2007) segundo uma estratégia “*buy-and-hold*”, ou seja, de investimentos a longo prazo, em oposição a um caráter “*buy-and-sell*”, característica dos investimentos especulativos (FMI, 2007:45). Há, entretanto, definições mais estreitas, que se enfocam no papel do governo em gerenciar esses ativos com vistas a aumentar a riqueza do Estado a partir da aquisição de ativos financeiros com moderada relação entre riscos e retornos (KIMMIT, 2008; ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:4).

Enquanto ativos financeiros estatais no exterior, os FSR não são exatamente um fenômeno novo; os primeiros fundos, embora ainda não fossem intitulados como fundos soberanos de riqueza, existem desde 1950. Os fundos do Kuwait, estabelecido em 1953, e do Kiribati, estabelecido em 1956, podem ser classificados como os pioneiros em gerir suas reservas internacionais a partir da compra e venda de ativos no mercado financeiro (KIMMIT, 2008). A prática apresentou maior desenvolvimento a partir da década de 1980, período em que os países exportadores de petróleo passaram a investir o acúmulo de suas reservas internacionais, os chamados petrodólares, no mercado financeiro. Mas o verdadeiro crescimento dos FSR data do início do século XXI: o próprio termo “fundos soberanos de riqueza” (do inglês *sovereign wealth funds* - *SWF*) foi utilizado pela primeira vez em 2005 (Cf. ROZANOV, 2005:1), evidenciando que apenas nos últimos anos esses fundos estatais se tornaram um assunto discutido como tal nas notícias internacionais e até mesmo na literatura acadêmica, tendo como eixo central do debate justamente o fato de serem “soberanos”, no sentido de serem estatais.

As repercussões da participação estatal no sistema financeiro internacional por meio dos FSR são bastante contraditórias: a partir de 2000 os FSR passaram a deter, de forma sem precedentes, amplos investimentos de portfólio e no mercado de ações; e também maiores investimentos alternativos, como *private equities* e fundos *hedge*³; e o mais significativo é que tais investimentos são realizados não apenas em países emergentes, mas especialmente em países desenvolvidos, como os Estados Unidos e a Europa, especialmente por possuírem sistemas financeiros mais amplos (LYONS, 2007 a: 1). Por sua vez, tais países receptores observam o aumento dos FSR com grande preocupação: alegam que seus investimentos implicam em práticas

² Um aspecto importante a ser mencionado é que os FSR não realizam investimentos externos diretos (IED), diretamente de caráter produtivo. Os FSR realizam aplicações financeiras. Entretanto, nessa dissertação usaremos a expressão “investimentos” para se referir às aplicações dos FSR, sabendo que esses investimentos não se tratam de (IED), mas sim de aplicações financeiras.

³ Para a definição de todas essas classes de ativos, vide o Glossário de Termos Financeiros dessa Dissertação.

de caráter geopolítico por parte dos Estados detentores, o que afetaria suas soberanias. O resultado da ampliação dos FSR poderia ser, então, uma onda de protecionismos em países que sustentam largamente as políticas de livre-mercado (GILSON; MILHAUPT, 2008:31). Na contramão dessas apreensões, os investimentos dos FSR em geral têm contribuído para a estabilidade do sistema financeiro internacional, atuando como grandes injetores de liquidez nos mercados financeiros especialmente em momentos de restrição de crédito (*credit crunch*), em virtude das características de longo prazo de suas aplicações (BLACKBURN, 2008:63).

A posição ambígua da atuação estatal por meio dos FSR deve ser analisada a partir do papel do Estado no processo de globalização financeira, cuja expressão máxima é a criação de um espaço financeiro mundial unificado. Inicia-se de forma intensa no final da década de 1970, quando são observados dois conjuntos de intensas transformações nas relações entre o Estado e as finanças em prol da constituição desse espaço unificado. A primeira transformação é de natureza interna: os Estados realizaram reformas de natureza neoliberal, a partir das quais foram subordinados os setores produtivos aos setores financeiros, concedendo ampla liberdade de operação para os investidores privados criarem variados instrumentos financeiros. Isso foi possível a partir dos processos de liberalização, desregulamentação, desintermediação e descompartimentação interna e externa dos sistemas financeiros nacionais (PLIHON, 1995: 61)⁴. Assim, a segunda transformação é de natureza externa: os Estados abriram suas economias políticas a partir da supressão dos controles aos movimentos de capital internacional (HELLEINER, 1995: 315-16) e ao internacionalizar a capacidade dos investidores financeiros em tanto aplicar fundos quanto contrair crédito de forma praticamente ilimitada, em qualquer localização geográfica, por meio de todos os instrumentos financeiros disponíveis.

Esse processo de globalização financeira é particularmente resultado de mudanças políticas internacionais, estando atrelado aos interesses das elites financeiras internacionais cristalizados na capacidade política dos Estados Unidos em substituir o antigo regime monetário

⁴ Uma definição mais precisa desses processos é desenvolvida por Plihon: “A globalização traduziu-se por um fenômeno de ‘descompartimentalização dos mercados (*décloisonnement des marches*), mediante a queda das fronteiras entre mercados separados até então. Houve a abertura dos mercados nacionais para o exterior, em primeiro lugar; mas também, dentro deles, estouro dos compartimentos existentes: mercado monetário (dinheiro de curto prazo), mercado financeiro (capitais de prazo mais longo), mercado cambial (intercâmbio das moedas entre si), mercados a prazo, etc. Doravante, aquele que investe (ou toma emprestado) procura o melhor rendimento passando de um título para outro, ou de uma moeda para outra, ou de um processo de cobertura para outro: de um título de dívida em francos franceses para um dólar americano, da ação para a opção, da opção para o futuro (...) Em suma, estes mercados particulares (financeiro, cambial, de opções, futuro, etc) tornaram-se subconjuntos de um mercado financeiro global que, ele próprio, se tornou mundial” (PLIHON, 1995: 61).

e financeiro internacional baseado na paridade ouro-dólar e em controles de capitais por um novo regime baseado no dólar flexível (GOWAN, 2003: 10-1): *“In a nutshell, it was the governments of states – especially that of the United States – that decided in favour of deregulation and globalization. Sometimes pushed by market forces, they still had freedom of choice, and by and large opted to give way, rather than resist”* (STRANGE, 1998 b:18).

A transformação interna e externa dos Estados orientada por esse novo regime significou uma mudança na atuação estatal: por um lado, houve uma clara retração de intervenção estatal na esfera financeira e no controle de capitais; porém, como contrapartida, os próprios Estados se tornaram *players* ativos da globalização financeira, consolidando-se como investidores institucionais globais, de tal forma que os FSR devem ser entendidos como resultado desse processo:

For its significance lies also in the intellectual and policy context of its emergence: namely, that after three decades of policy, propaganda, and hype about “freeing up markets”, “reducing the role of the state”, and “promoting the private sector”, the SWFs embody a massive and unstoppable shift of influence back to what are in effect state-owned entities. Take that, neo-liberalism! The cunning of history has done it again (HALLIDAY, 2008, grifo meu).

O que teria mudado então na estrutura da economia política internacional para que os Estados tivessem ampla margem para realizar aplicações financeiras em todo o mundo, a despeito da retração de sua capacidade de controlar os mercados financeiros? Quais são as características da atuação estatal inscritas nas políticas de investimento dos FSR e qual a relação com a globalização financeira? Já que os FSR chegaram a ser considerados como *“funds that shake capitalist logic”* (SUMMERS, 2007), seriam eles um elemento de avanço ou retrocesso da globalização financeira? São esses os problemas que rondam o desenvolvimento dos FSR e exigem uma releitura do papel do Estado na economia política internacional contemporânea. Para tanto, esta introdução é dividida em duas partes: na primeira, é realizado um panorama geral do surgimento e do desenvolvimento dos FSR, passando por questões como a própria definição desses fundos, seus volumes e projeções, seus motivos e propósitos, a composição de seus portfólios e suas distribuições geográficas; já a segunda parte desenvolve de forma mais apropriada os problemas levantados pelos FSR no que tange a relação entre Estado e a

globalização financeira, bem como apresentar as perspectivas metodológicas utilizada nessa dissertação.

PARTE I

CARACTERIZAÇÃO GERAL DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA

Definição de fundos soberanos de riqueza

Henry Paulson, o então Secretário do Tesouro Americano, em visita à Rússia em 2008, comentou com Vladimir Putin, o então Primeiro-Ministro deste país, que havia tido uma proveitosa conversa com o Ministro das Finanças daquela ocasião, Alexei Kudrin, sobre o FSR russo. A resposta do Primeiro-Ministro teria sido a seguinte: “*Since we do not have a sovereign wealth fund yet, you are confusing us with someone else*” (LAWSER; BRYANSKI, 2008). Enquanto vários estudos consideram o *Oil and Gas Fund* da Rússia como um FSR, a resposta de Putin é justificável na medida em que a própria definição do que são os FSR é um assunto de ampla controvérsia. Não há um conceito geral ou uma definição mínima acordada sobre o que eles seriam exatamente: mesmo a nomenclatura “fundos soberanos de riqueza” não foi criada pelos países que possuem esses fundos, mas sim por analistas financeiros e outros estudiosos dessas aplicações financeiras estatais (ROZANOV, 2005:1). Assim, os FSR podem ser caracterizados de forma mais estreita ou mais ampla, a depender dos critérios inclusivos e exclusivos adotados não apenas pelos analistas, mas até mesmo pelos próprios países, sejam eles investidores ou receptores.

O problema da definição ocorre especialmente porque os FSR não são os únicos ativos externos soberanos: eles relacionam-se com uma escala de ativos estatais que começa das reservas internacionais sob o controle dos bancos centrais, passando por fundos públicos com objetivos distintos (fundos de estabilização, fundos de pensão etc.), e termina nas empresas estatais.

As reservas internacionais em posse dos bancos centrais são ativos denominados em moeda estrangeira oriundos de superávits no balanço de pagamentos. Estão disponíveis imediatamente (ou seja, são ativos líquidos) e são controlados pelos bancos centrais com o objetivo de financiar desequilíbrios no balanço de pagamentos ou até mesmo para controlar movimentos especulativos contra a moeda nacional (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009; KIMMIT, 2008).

Os fundos de estabilização são compostos por recursos fiscais retidos pelo governo (e que não são transferidos para as unidades sub-nacionais) e denominados em moeda local. Visam proteger o orçamento governamental de déficits inesperados (BUTT *et.al.*, 2008:74), além de buscarem absorver o excesso de liquidez, reduzir pressões inflacionárias e proteger a economia das volatilidades internacionais (GREENE; YEAGER, 2008: 250).

Já os fundos de pensão são ativos denominados em moeda local oriundos das contribuições regulares dos participantes. Estão relacionados às obrigações financeiras futuras dos esquemas públicos de previdência, logo, visam criação de renda inter-geracional (BUTT *et.al.*, 2008:74; KIMMIT, 2008).

Finalmente, as empresas estatais são corporações pertencentes ao Estado que atuam em mais diversos setores produtivos, e podem realizar tanto investimentos domésticos quanto externos.

Todas essas formas de ativos estatais estão direta ou indiretamente envolvidas nas atividades dos FSR. Por exemplo, as reservas dos bancos centrais geralmente constituem-se em uma das principais fontes de financiamento das operações dos FSR; operações essas que, por sua vez, podem funcionar, por exemplo, como um fundo de estabilização, especialmente no caso dos países exportadores de *commodities* que apresentam grandes reservas oriundas dos superávits comerciais em momentos de expansão, valorizando seus superávits em aplicações financeiras no exterior. O mesmo pode-se dizer dos fundos de pensão, uma vez que os FSR podem realizar suas aplicações financeiras no exterior para contribuir com a criação de renda inter-geracional. Finalmente, os FSR podem estar relacionados a empresas estatais na medida em que podem comprar participações acionárias em outras empresas estrangeiras e que venham a contribuir com projetos das estatais (GREENE; YEAGER, 2008: 251-52).

Tendo em vista que os investimentos dos FSR podem estar substancialmente relacionados com cada um desses ativos estatais, uma definição muito abrangente pode se tornar insignificante

e pouco útil caso inclua todas essas categorias de ativos; por outro lado, a definição não pode ser tão específica a ponto de excluir alguns investimentos estatais que deveriam fazer parte desta categoria. Torna-se fundamental, pois, ressaltar qual seria a especificidade dos FSR, já que todos esses tipos de ativos são pertencentes ao Estado, e podem realizar aplicações e investimentos financeiros no exterior.

Em primeiro lugar, há definições que colocam a questão do pertencimento do FSR pelo Estado como central para defini-los. Para alguns autores, os FSR devem ser pertencentes ao Estado em termos nacionais (LYONS, 2007 a: 6); isso significa excluir FSR que possam pertencer a jurisdições sub-nacionais. Por outro lado, a maioria dos autores não utiliza esse critério de forma tão estrita, definindo apenas que esses fundos devam ter qualquer vínculo estatal, direto ou indireto (MONK, 2008: 2), podendo pertencer a governos de mais diversos níveis ou até mesmo a órgãos governamentais: “*the exact relationship between the government and sovereign wealth fund varies from country to country*” (BALDING, 2008: 12). A relação de posse com o Banco Central também é controversa. Enquanto para alguns autores é possível que os Bancos Centrais sejam detentores de FSR caso administrem os ativos financeiros de forma separada das reservas internacionais (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:4), para outros, os FSR devem ser gerenciados por autoridades outras que não o Banco Central, uma vez que entendem que a este órgão cabe apenas o gerenciamento das reservas internacionais (BECK; FIDORA, 2008: 24).

Em segundo lugar, embora haja consenso geral que os FSR são fundos de capital, e não empresas produtivas de bens e serviços (de modo que podem investir nessas empresas apenas por meio de compra de ações (SWF INSTITUTE, 2010 a)), as definições diferem sobre quais deveriam ser as fontes de composição desse capital. Todas as definições consideram a transferência de reservas internacionais como a principal fonte de financiamento dos FSR. Entretanto, alguns autores consideram estas reservas a única fonte possível para o financiamento (GRIFFTH-JONES; OCAMPO, 2008:22), enquanto outros consideram que fontes oriundas do excesso de liquidez do setor público podem ser utilizadas, como por exemplo, a transferência de superávits fiscais ou de pensões (BUTT *et.al.*, 2008:73).

Em terceiro lugar, há divergências a respeito do caráter global dos fundos: para alguns autores, os FSR são aqueles que investem exclusivamente no exterior (KIMMIT, 2008; KERN, 2007:2), enquanto para outros, os FSR, embora apresentem grande exposição a investimentos

externos, também podem contemplar investimentos locais e regionais (BECK; FIDORA, 2008: 6; BORTOLOTTI *et. al.*, 2009:3; TRUMAN, 2007: 10).

Em quarto lugar, há grande consenso acerca da relação entre retornos e riscos: os FSR têm maior tolerância aos riscos em relação às reservas internacionais, geralmente denominadas em uma cesta de moedas líquidas ou por ativos livre de riscos. Por outro lado, essa busca por retornos acima da taxa de livre risco está embasada não em investimentos especulativos, mas sim, de longo prazo (BAHGAT, 2008: 1189; BALDING, 2008: 9; JEN, 2007 c; PORTMAN, 2008:25). Entretanto, há controvérsias sobre a composição de passivos/obrigações explícitos com o objetivo de buscar maiores retornos: para alguns autores, a ausência de passivos é uma característica fundamental dos FSR (BECK; FIDORA, 2008: 6; JEN, 2007 c). Ademais, a prática de alavancamento de dívidas (*leverage*) para realizar inversões financeiras mais robustas também não é amplamente verificada nos investimentos dos FSR (JONHSON, 2007).

Uma definição mais apropriada e que pudesse incluir todos esses elementos foi desenvolvida por ocasião do *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* – IWG, grupo de trabalho do FMI sobre FSR. O grupo tentou articular uma definição que pudesse ser adotada tanto por países investidores quanto por países repectores com o objetivo de tratar a questão de forma mais adequada. Assim, o IWG define os FSR como fundos de capital pertencentes ao governo e que gerenciam ativos financeiros internacionais com propósitos específicos. De acordo com essa definição, três elementos especificam um FSR: o fundo pertence ao governo em geral (o que inclui tanto o governo central quanto o governo sub-nacional); as aplicações são realizadas prioritariamente em ativos financeiros externos, excluindo os fundos que apenas aplicam em ativos domésticos; e possuem propósitos macroeconômicos e objetivos financeiros.

Em relação à composição dos fundos, eles podem ser oriundos de superávits em balanço de pagamentos, operações oficiais de câmbio, privatizações, superávits fiscais e receitas de exportação de *commodities*, mas seu gerenciamento deve ser realizado separadamente ao das reservas internacionais. Podem ter passivos/obrigações em uma definição mais abrangente, o que permite aos FSR aplicar em ativos diversos de médio a longo prazo. Nesse sentido, a definição exclui outros ativos estatais listados anteriormente, como os ativos de reserva em moeda estrangeira controladas por autoridades monetárias com objetivo de equilibrar balanço de pagamentos; as operações de empresas estatais no sentido tradicional; os fundos de pensão

governamentais; e também os ativos gerenciados para benefícios privados (INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, 2008:27).

Dentre essas diferentes conceituações, a que será empregada nesse trabalho é embasada na definição do IWG, justamente por sua definição inclusiva. Assim, entende-se por FSR: 1) fundos de capital pertencentes ao Estado, tanto de maneira direta quanto indireta, incluindo assim governos sub-nacionais e órgãos governamentais; 2) as fontes dos FSR são oriundas exclusivamente de superávits governamentais, sejam eles fiscais, comerciais ou reservas internacionais; 3) as aplicações são financeiras e realizadas prioritariamente, mas não apenas, no exterior; 4) podem apresentar passivos, mas apenas em uma definição abrangente; 5) os FSR atendem a diferentes propósitos definidos em relação aos interesses do Estado. Este quinto aspecto é o único aspecto divergente à definição do IWF, que considera apenas os propósitos macroeconômicos e financeiros como legítimos. Na definição aqui adotada, os propósitos legítimos dos FSR são todos aqueles definidos pela política do próprio fundo, logo, podem incorporar objetivos de caráter político ou estratégico.

Propósitos, causas e distribuição geográfica dos FSR

Mesmo com tal definição comum, os FSR podem dificilmente ser tratados como uma categoria homogênea uma vez que os pelo menos cinquenta fundos existentes (Vide Anexo A-I) apresentam diferentes objetivos, fontes, estruturas e estratégias. Quanto aos seus propósitos, os Estados podem alocar seus FSR segundo seis tipos: fundos de poupança, fundos de estabilização, fundos de financiamento, fundos de diversificação, fundos de desenvolvimento e fundos estratégicos. Geralmente os fundos apresentam propósitos combinados, de modo que todos os seis tipos de investimento correspondem a certa posição defensiva ou estratégica dos Estados, que orientam a relação retorno *versus* riscos de suas políticas de investimento.

Os FSR com propósito de poupança são utilizados geralmente por países com fontes naturais não-renováveis; o objetivo é criar reservas de riqueza para o futuro como proteção contra um possível esgotamento do principal recurso econômico do país (REDIKER; CREBO-REDIKER, 2007:7).

Já os FSR com propósito de estabilização macroeconômica buscam reduzir os impactos de volatilidade nas receitas fiscais e no comportamento do câmbio em função do padrão de

exportações; geralmente são fundos de caráter contingencial, compostos por um acúmulo sobressalente de reservas quando há um ciclo bastante favorável de exportações e que podem ser utilizadas quando o ciclo é revertido (GRIFFTH-JONES; OCAMPO, 2008:9).

Os FSR com propósito de financiamento, por sua vez, derivam do propósito de estabilização, e são projetados para absorver superávits fiscais quando o orçamento público é excedente; e simultaneamente, para financiar períodos de déficits orçamentários, com o objetivo também de conservar a disciplina fiscal do país (DAVIS *et.al.*, 2001).

Os FSR com propósito de diversificação são aqueles que visam reduzir os custos de oportunidade em manter largas reservas internacionais; em geral, países com reservas para além dos níveis considerados necessários para cobrir possíveis déficits no balanço de pagamentos frente a uma restrição de créditos internacionais preferem diversificar os ativos e consequentemente, ter um maior retorno sobre as reservas (RAYMOND, 2009:82).

Os FSR com propósito de desenvolvimento são aqueles que alocam os recursos valorizados em projetos de infra-estrutura ou de desenvolvimento de áreas específicas tanto no país de origem do fundo quanto em países no exterior (GRIFFTH-JONES; OCAMPO, 2008:9; RAYMOND, 2009:82-3).

E finalmente, os fundos com propósitos mais controversos são aqueles de caráter estratégico, que remetem à compra de ações de empresas estrangeiras em setores considerados cruciais, como telecomunicações, mídia, energia, setor financeiro ou propriedade intelectual. A partir de posições acionárias nessas empresas, os FSR visariam mobilizar recursos estratégicos para suas empresas nacionais, tais como: acesso e transferência de diferentes tecnologias; diminuição da concorrência das empresas nacionais; ou exercer influência no setor via posição acionária (SUMMERS, 2007).

Os propósitos dos FSR, por sua vez, apenas podem ser plenamente compreendidos a partir da análise das causas que levaram à sua criação. É necessário identificar quais mudanças fundamentais na economia política internacional influenciaram os países, por um lado, a criar fontes de poupança; por outro, a desenvolver mecanismos mais eficientes de financiamento de posições deficitárias, de estabilização macroeconômica e de maior proteção contra oscilações via diversificação; e por outro ainda, a criar condições para maior capacidade de desenvolvimento em setores considerados estratégicos. A literatura em geral aponta que a principal condição para o surgimento e crescimento dos FSR são os recorrentes superávits fiscais e comerciais dos

governos que se desdobram em reservas internacionais e na acumulação de ativos estrangeiros líquidos (AIZENMAN; GLICK, 2007:1).

Duas mudanças cruciais podem ser apontadas como causas que levaram a posições superavitárias. Uma é o aumento dos preços das *commodities* minerais e energéticas, dentre elas, o petróleo, o gás, o cobre, os fosfatos, o diamante etc. O aumento dos preços elevou tanto os superávits comerciais dos países cujas economias muitas vezes são plenamente dependentes das exportações desses produtos, quanto os superávits fiscais, resultantes ou das receitas de empresas públicas que operam no setor, ou da cobrança de impostos sobre a receita oriunda da exploração dessas *commodities* por empresas privadas. Países com esse perfil – sobretudo os do Oriente Médio, mas também os da África, da América Latina e da região do Pacífico – passaram a criar FSR com propósitos mais voltados à poupança e estabilização. A alocação de parte dos superávits em FSR visa, em geral, diminuir os gastos domésticos e garantir o acúmulo de riquezas para as futuras gerações, particularmente como uma estratégia defensiva contra os provisórios ciclos de valorização dos preços das *commodities*. Enquanto os FSR oriundos de *commodities* correspondem entre 63 a 67% do número total de fundos, os do Oriente Médio correspondem entre 39 e 46% desse total, conforme pode ser observado na Tabela 1 a seguir. Tal proeminência está em função da centralidade da exportação de *commodities*, particularmente do petróleo, em suas economias, o que garantiu o pioneirismo desses países em desenvolver seus FSR. Isso torna a dinâmica dos preços do petróleo uma determinante importante para o agigantamento dos fundos: “*with oil prices at or above \$ 90, the future size and market impact of the large gulf funds is hard to overstate*” (SETSER; ZIEMBA, 2007: 2).

A segunda mudança relaciona-se aos superávits obtidos por países exportadores de não-*commodities*; esses superávits podem ser tanto comerciais quanto fiscais (nesse caso, oriundos do largo poder de tributação desses Estados ou então das receitas de empresas estatais, venda de ativos públicos, privatizações etc). Como esses superávits são menos vulneráveis a ciclos de preços se comparados àqueles originários de *commodities*, eles se demonstram relativamente permanentes, pelo menos durante os períodos expansivos. Por conta disso, esses países acumulam reservas para além do montante necessário para cobrir possíveis déficits, e em geral apresentam FSR com propósitos voltados à diversificação, ao financiamento e à estabilização macroeconômica, no sentido de maximizar os retornos e fazer uma gestão mais autônoma da política econômica. Como esses superávits remetem a um desenvolvimento econômico mais

acentuado, a uma taxa de câmbio relativamente desvalorizada e a existência de superávits fiscais, FSR com essas características localizam-se especialmente na região do Leste Asiático (PARK, 2008:3; 9). Como pode ser observado na Tabela 1, os ativos controlados por essa região correspondem de 30 a 33% do total de FSR.

Tabela 1: Valor e Porcentagem dos FSR por região (2007)

Região	US\$ bilhões	% do total de FSR
Total de FSR	2.998 – 3.737	100
Dez maiores fundos	2.367 – 3.034	79-81
Fundos oriundos de commodities	1.900 – 2.504	63-67
Oriente Médio	1.168 – 1.730	39-46
Leste Asiático	999 – 1.139	30-33
Europa e Ásia Central	637	17-21
Américas	114 – 119	3-4
África	82 – 114	~ 3

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:8.

Composição do portfólio, volume e projeção dos FSR

Os FSR tendem a compor múltiplas estratégias de investimento não apenas conforme a fonte das reservas internacionais, mas também conforme a maximização dos retornos. Os fundos obviamente visam retornos maiores do que as reservas controladas pelos Bancos Centrais, mas por se tratarem de fundos públicos, em geral, suas estratégias de investimento são bem menos arriscadas do que as de fundos privados. Apesar de vários FSR não abrirem seus portfólios, estima-se que todos eles tenham ativos em renda fixa, especialmente em títulos públicos. Depois, três quartos de todos os FSR possuem recursos alocados em participações acionárias negociadas em mercados públicos (*public equity*), especialmente nos países da OCDE (Organização para a

Cooperação e Desenvolvimento Econômico)⁵, mas também investem em alguns mercados emergentes. E depois, aproximadamente metade dos FSR possui em seus portfólios ativos alternativos, que são aqueles de maiores retornos esperados, mas também de maiores riscos. A classe de ativo mais proeminente dentre os alternativos são as participações acionárias negociadas em mercados privados (*private equities*), seguidas por mercado imobiliário, fundos *hedge*, e uma pequena parcela de investimentos em *commodities* com exposição limitada ao risco⁶. Essas tendências podem ser observadas na Tabela 2 a seguir.

Tais tendências de composição de portfólio em busca de ativos mais rentáveis são resultado do aumento do volume dos FSR, tanto dos já existentes quanto dos novos fundos que passaram a ser criados a partir de 2000. A consolidação dos superávits estatais e a ampliação das reservas fizeram com que o tamanho dos fundos, até então estimulado principalmente pelo processo de reciclagem de petrodólares, mudasse drasticamente nos últimos dez anos. Enquanto na década de 1990 os FSR correspondiam a aproximadamente US\$ 500 bilhões, atualmente apresentam um montante de US\$ 3 trilhões (JOHNSON, 2007).

Tabela 2: Composição percentual do portfólio de todos os FSR por classes de ativos

% de todos os FSR	Alocação Atual (2008)	Alocação futura (2012)⁷
Renda Fixa	100%	100%
Participação pública (<i>public equity</i>)	73%	80-100%
Alternativos	46%	60-80%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:13.

O impacto do volume de US\$ 3 trilhões dos FSR nos mercados financeiros pode ser considerado muito ou pouco significativo a depender da comparação com o volume de outros

⁵ A OCDE é composta por trinta países (Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Coreia do Sul, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Irlanda, Islândia, Itália, Japão, Luxemburgo, México, Noruega, Nova Zelândia, Países Baixos, Polônia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Suécia, Suíça e Turquia), e por mais três países candidatos (Chile, Eslovênia e Estônia). Cf. OCDE, 2010.

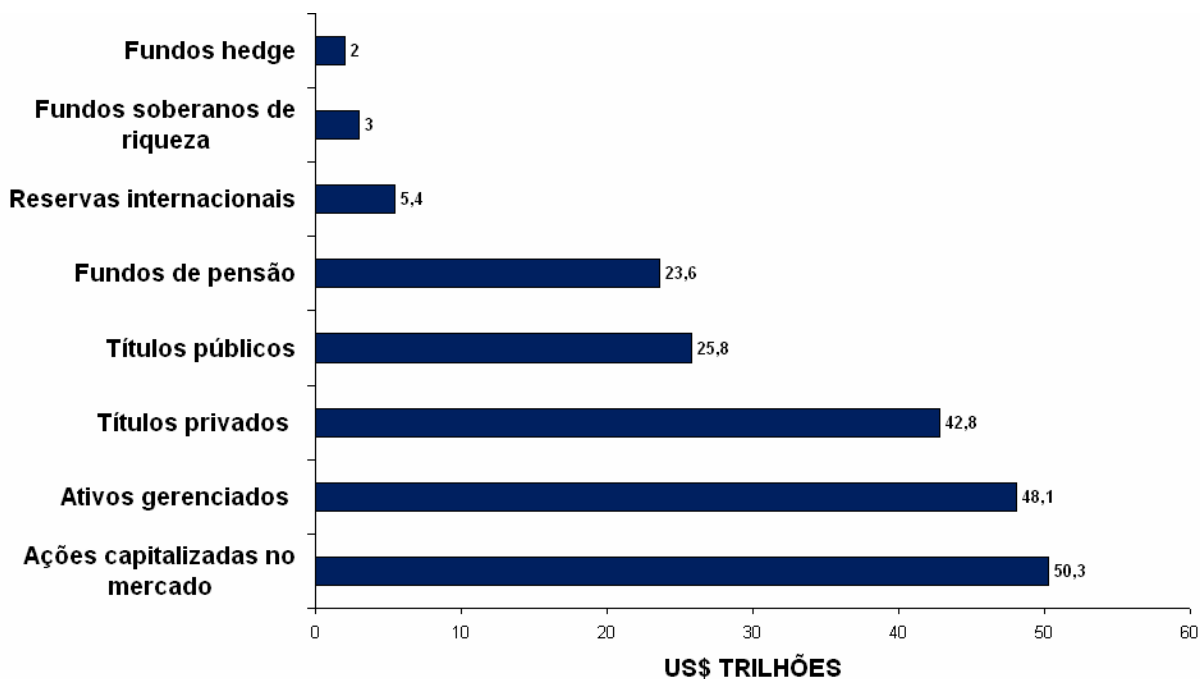
⁶ Para a definição de todas essas classes de ativos, vide o Glossário de Termos Financeiros dessa Dissertação.

⁷ Os autores Eschweiler e Fernandez realizaram essas projeções de alocação dos ativos dos FSR a partir dos modelos de projeção da JP Morgan, baseados em uma média entre um cenário de altos fluxos e retornos e um cenário de baixos fluxos e retornos. Para maiores detalhes, Cf. ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 7-17.

investimentos financeiros. Por exemplo, se comparado ao valor total dos *securities* (títulos de dívida e *equity*), estimado em US\$ 165 trilhões, ou até mesmo ao valor dos títulos denominados apenas em dólar, estimado em US\$ 50 trilhões, observamos que o volume de US\$ 3 trilhões dos FSR não é tão alto. Mas se a comparação for feita em relação aos fundos *hedge*, que transacionam US\$ 2 trilhões no mercado financeiro, é possível notar que o volume dos FSR é relativamente significativo (JEN, 2007 b; JOHNSON, 2007; KIMMIT, 2008). A comparação com outros ativos financeiros pode ser observada no Gráfico 1 a seguir.

O mesmo se pode dizer se os FSR forem comparados com os maiores investidores individuais, sejam eles grandes gerenciadores de ativos, como a Barclays Investidores Globais ou a State Street Acessores Globais; ou então os grandes títulos privados, como Carlyle, KKR e a Goldman Sachs; ou ainda os fundos *hedge*, como JPM Gestão de ativos e a Goldman Sachs Gestão de ativos: os FSR estão dentre esses maiores investidores em termos de volume, como se pode notar no Gráfico 2 a seguir.

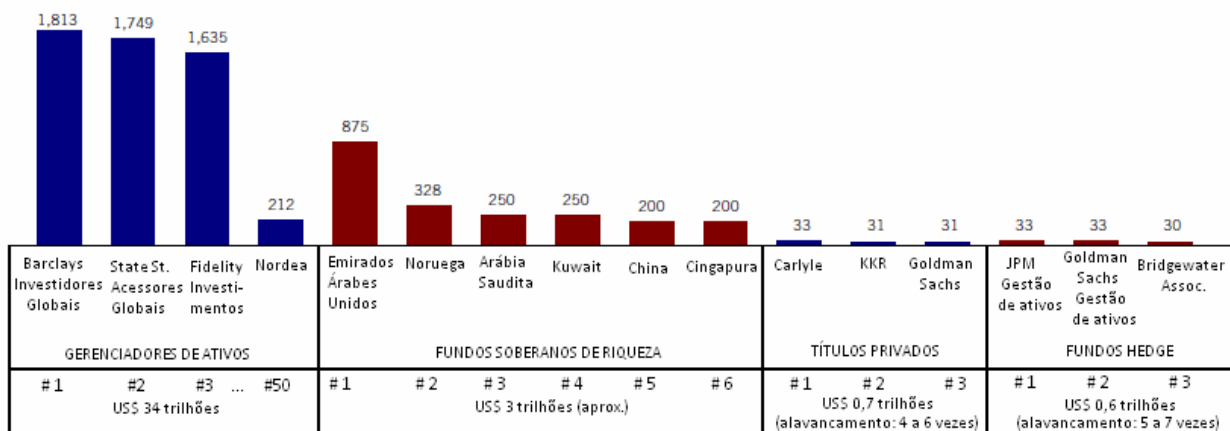
Gráfico 1: Volume dos FSR em comparação a diferentes ativos financeiros
(2006, US\$ trilhões)



Fon

te: Elaboração própria a partir dos dados de BUTT et.al., 2008:76

**Gráfico 2: Volume dos FSR em comparação aos maiores investidores financeiros individuais
(2006, US\$ trilhões)**



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de BUTT et.al., 2008:77

De tal forma que os FSR já apresentam um volume significativo para que alguns analistas se preocupem com seus impactos possivelmente desestabilizadores no mercado financeiro, uma vez que a mudança em seus portfólios de títulos públicos de renda fixa para ativos alternativos poderia ampliar o risco dos investimentos e trazer maiores instabilidades financeiras. Entretanto, essas afirmações parecem pouco prováveis na medida em que os FSR continuam apresentando horizontes de longo prazo, e sua diversificação de portfólio não está embasada em ações especulativas e nem em um alto grau de alavancamento (*leverage*) (BUTT et.al., 2008: 81). Na verdade, as discussões mais significativas sobre o papel dos FSR na globalização financeira não se debruçam apenas e prioritariamente acerca dos seus impactos macroeconômicos, mas também dos impactos políticos, uma vez que são fundos que expressam estratégias de investimento embasadas em interesses de Estados, e não de agentes privados. O gerenciamento desses grandes fundos de capital por parte dos Estados implicaria, de fato, em consequências distintas para o processo de globalização financeira? É a respeito desses impactos políticos dos FSR sobre a globalização financeira que esta dissertação se debruça.

PARTE II

OS PROBLEMAS ABORDADOS E A PERSPECTIVA METODOLÓGICA

FSR e o problema da interação entre Estado e mercados financeiros

O discurso usual sobre a globalização financeira condena qualquer intervenção do Estado no mercado, sobretudo financeiro, uma vez que seria a própria atuação mínima dos mesmos em compartimentá-los e controlar os fluxos de capital as bases dessa globalização. E de fato, a partir da década de 1970 nota-se uma particular mudança na autoridade do poder estatal em sua relação aos mercados: o Estado perdeu sua autoridade de manejo dos processos econômicos tanto no âmbito nacional quanto internacional (STRANGE, 1996: xii). A ironia é que essa retração da autoridade estatal, por um lado, reflete também em um aumento do controle estatal sobre alguns ativos econômicos, especialmente financeiros, como é o caso dos FSR.

O estudo desses fundos permite, então, resgatar a discussão sobre essa possível contradição: por um lado, os FSR apresentam propósitos políticos e estratégicos, como expressão de poder dos Estados que os manejam; por outro, eles se constituem em instrumentos financeiros que jogam dentro das regras da globalização financeira, visando a maximização do valor de seus fundos como qualquer outro investidor privado; mas ainda por outro lado, reforçam a lógica dessa globalização, o que, por consequência, redefine o papel do Estado a partir de um afastamento de sua intervenção na esfera financeira. Observa-se que os FSR promovem uma interação específica entre Estados e mercados financeiros: pois, embora investimentos estatais no exterior sejam uma prática recorrente no âmbito da economia política internacional a depender do grau de mobilidade de capitais e do afrouxamento das regulações nacionais, a nova relação entre Estados e mercados na globalização financeira torna os FSR um fenômeno com implicações completamente novas.

A proposta dessa dissertação é analisar essas relações inscritas nos FSR, cujo crescimento se desdobrou em problemas discutidos por um grupo bastante heterogêneo de interlocutores, tanto de países investidores quanto de países receptores desses fluxos: governos, empresas,

bancos, analistas financeiros, investidores institucionais, institutos de pesquisa. Essa heterogeneidade é resultado da natureza bastante diversa dos problemas levantados pelos FSR: várias preocupações são apontadas em relação ao potencial das intervenções estatais no mercado financeiro em causar um retrocesso na globalização financeira, em virtude não apenas da própria intervenção estatal nos mercados financeiros, mas também de certas reações protecionistas dos países receptores; porém, simultaneamente, esses mesmos países precisam dos investimentos realizados pelos FSR, e em momentos de crise, os investimentos dos FSR podem ser grandes estabilizadores do sistema financeiro internacional:

“They get more media coverage than hedge funds and private equity firms combined, financial institutions are courting them as never before, they are the favored topic of economic and financial forums, and they have become a hot political topic. SWFs are accused of having hidden agendas and yet are welcomed as saviors of Wall Street’s finest” (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:3).

Logo, a questão mais estrutural a respeito do crescimento dos FSR é a seguinte: as relações entre Estados e mercados financeiros que se desdobram das operações dos FSR são convergentes ou não com a globalização financeira? Em outros termos, são eles *“stumbling blocks or stepping stones to financial globalization?”* (AIZENMAN; GLICK, 2007:1; 3). Essas perguntas são centrais e conduzirão a discussão desta dissertação na medida em que especificam o problema levantado pelo avanço dos FSR, o que constitui-se em uma questão particularmente intrincada porque a interação entre Estados e mercados inscrita no desenvolvimento dos FSR resulta em impactos que são simultaneamente econômicos, políticos e internacionais, exigindo uma multidisciplinaridade analítica que não é encontrada na literatura corrente sobre o assunto.

No aspecto econômico – que é o mais tratado pela literatura – os FSR colocam em questão a inversão nos padrões dos fluxos de comércio e consequentemente, nos padrões de acúmulo de reservas internacionais, nos quais os países desenvolvidos tradicionalmente apresentavam posições superavitárias. Tais padrões se invertem radicalmente a partir do fim da década de 1990, permitindo, por sua vez, que os países subdesenvolvidos e em desenvolvimento acumulassem superávits que futuramente seriam transferidos para a criação de seus FSR. Dentre os fatores econômicos ressaltados a respeito dessa inversão estão: a dinâmica dos preços do petróleo e as políticas “neomercantilistas” dos países exportadores de não-*commodities*.

No âmbito político, o problema mais tratado refere-se às possíveis ameaças à segurança nacional que podem se desdobrar dos propósitos estratégicos dos FSR. A aquisição de ativos ou participações acionárias alocadas em setores considerados estratégicos teriam motivações geopolíticas e de projeção de poder, se configurando como uma ameaça à segurança dos países receptores no sentido mais amplo. Isso justificaria medidas protecionistas contra os investimentos dos FSR. Ademais, no âmbito político os estudiosos indicam a problemática da competição entre agentes privados e agentes estatais na dinâmica de valorização dos ativos financeiros.

E finalmente, no âmbito internacional, os FSR apontam para a possível instabilidade que podem trazer ao sistema político e financeiro internacional em virtude dos problemas que se desdobram dos âmbitos econômico e político. Isso exigiria a criação de um quadro de regulação por instituições internacionais (particularmente no âmbito do FMI e da OCDE), em virtude da ausência de transparência e do propósito estratégico dos fundos. Mas ao mesmo tempo, os analistas passaram a estudar, após a crise financeira de 2007-2008 – quando alguns FSR compraram grande parte de ações de bancos prestes a entrar em falência – a possível função estabilizadora dos FSR no sistema financeiro internacional contemporâneo como injetor de liquidez em períodos de crise.

Os três problemas levantados pelos FSR

Esses três âmbitos que envolvem os problemas levantados pelos FSR devem ser articulados com o objetivo de responder satisfatoriamente a questão acerca da relação entre Estados e mercados financeiros no processo de avanço ou recuo da globalização financeira. Para tanto, três problemas específicos foram recortados para responder a essa questão: o problema das pré-condições para o surgimento dos FSR; o problema das estratégias de investimento dos FSR; e o problema da regulação internacional dos FSR.

O problema das pré-condições para o surgimento dos FSR

O primeiro conjunto de questões se detém sobre a lógica do acúmulo de superávits fiscais, comerciais e de reservas internacionais por parte dos países detentores de FSR. Esses superávits são caracterizados, como já foi mencionado, pela inversão do sentido dos fluxos de comércio: os

países em desenvolvimento passaram a apresentar as posições superavitárias, especialmente em virtude do aumento dos preços das *commodities* energéticas e pelo padrão de desenvolvimento exportador de bens manufaturados de alguns países, particularmente os do Leste Asiático. Essa inversão dos fluxos de comércio conduziu às pré-condições para uma inversão também dos fluxos de seus investimentos, uma vez que a maior parte dos FSR é proveniente de países em desenvolvimento e seus investimentos são destinados principalmente a ativos financeiros dos países desenvolvidos.

Para compreender se estas pré-condições para o surgimento dos FSR consistem em um processo característico do avanço da globalização financeira, é necessário investigar as reais causas para essa inversão dos fluxos de comércio. Deve-se analisar se essas características consistem apenas em uma situação conjuntural artificial, fruto de políticas estatais “desleais”, como por exemplo, pela manipulação de taxas de câmbio e por práticas produtivas que levam à distorção do comércio internacional; ou se são derivadas de choques de preços nas *commodities* energéticas articuladas por esses Estados superavitários; ou ainda, se são resultado de uma transformação estrutural da divisão internacional do trabalho que garantiria uma base de sustentação desses superávits em longo prazo. Por fim, após avaliar qual é a verdadeira razão para essa inversão, deve-se compreender como ela se relaciona e é influenciada pelo processo de globalização financeira.

O problema do papel estatal nas estratégias de investimento dos FSR

Embora definir se a origem dos superávits estatais é estrutural ou conjuntural seja fundamental, pois remete às condições de financiamento e expansão do volume dos FSR, esta análise não é suficiente: é necessário investigar mais a fundo os motivos de seu surgimento. Isso porque esses países poderiam continuar alocando seus superávits sob a forma de reservas internacionais, e não necessariamente empregá-los em FSR caso não houvesse motivos estruturais para essa mudança de objetivos. A partir dos seis propósitos dos FSR (poupança, estabilização, financiamento, diversificação, desenvolvimento e estratégico), é possível observar que os Estados adotam uma administração separada do restante das reservas dos bancos centrais visando proteger-se contra problemas que são próprios da globalização financeira, a saber: a vulnerabilidade dos Estados frente às oscilações dos preços dos mercados internacionais; a

dificuldade dos Estados em realizar projetos de desenvolvimento econômico sem adotar medidas que venham a reverter o processo de liberalização, como políticas de controle cambial, de fluxos de capitais e de protecionismo de setores estratégicos; além da própria vulnerabilidade em relação à concorrência, agora em escala global. Assim, em primeiro lugar, é importante analisar qual a relação desses propósitos visados pelos FSR com o processo de globalização financeira, uma vez que os Estados parecem utilizar esses fundos justamente para se proteger de certas vulnerabilidades oriundas desse próprio processo.

Por outro lado, esses propósitos defensivos não explicam porque sair da posição líquida das reservas internacionais, realizando investimentos em ativos com uma maior relação riscos *versus* retornos, seria a estratégia mais adequada para atendê-los. Deve-se, então, investigar o verdadeiro caráter das estratégias de investimento dos FSR, até porque elas culminam no problema da ameaça à segurança nacional verificada pelos países receptores e que se desdobra em políticas de natureza protecionista. Nesse sentido, é mister analisar o papel ocupado pelo Estado no sistema financeiro internacional por meio da operação dos FSR. Assim, por que os próprios Estados decidiram ser diretamente *players* do sistema financeiro internacional, adotando estratégias semelhantes às dos agentes privados? Seria esta posição do Estado como *player* do sistema financeiro internacional um verdadeiro empecilho à globalização financeira ou então as reações protecionistas dos países receptores seriam o real entrave à manutenção da globalização financeira?

O problema da regulação internacional

Por fim, é necessário problematizar os primeiros movimentos para a construção de um quadro regulatório desses fundos no âmbito internacional como resposta a seus impactos econômicos e políticos. Duas instituições internacionais estão diretamente envolvidas nesse processo, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), e ambas construíram, durante o ano de 2008, um conjunto de quadros regulatórios para os FSR. Estes quadros, entretanto, estão limitados pelo próprio papel controverso dos FSR na globalização financeira: ora são entendidos como instrumentos que causam instabilidade, pois suscitam guinadas protecionistas dos países desenvolvidos; ora são considerados como elementos fundamentais para a estabilização das crises financeiras, como foi

o caso da já mencionada crise de 2007-2008, o que levou essas instituições a repensar o papel de estabilização dos fundos como grandes investidores institucionais, injetando liquidez no mercado: *“The financial crisis has led to an important shift away from SWFs’ previous role as long-term investors that remained above the fray of Day-to-day events. The funds have been called upon to help stabilize their national economies as well as troubled Western companies”* (HOGUET *et.al.*, 2009: viii, grifo meu).

Assim, o problema das relações entre Estados e mercados financeiros na globalização financeira é reposto no processo de construção de um quadro regulatório dos FSR. Mas nesse caso, é colocado o seguinte dilema: uma política de regulação muito apertada dos FSR poderia expulsar um volume de capital fundamental para os países receptores cobrirem seus déficits; já uma regulação muito frouxa pode ampliar medidas protecionistas unilaterais por parte desses mesmos países. Em última instância, ambas as opções de regulação poderiam reverter o processo de liberalização de fluxos de capitais fundamental para a globalização financeira. Seria então possível desenvolver um quadro de regulação mínima dos FSR, que evitasse uma guinada protecionista dos países receptores ao mesmo tempo em que direcionasse os fluxos de investimentos dos FSR para setores que os países receptores considerassem adequados? Em outras palavras, seria possível estabelecer uma regulação fina dos FSR que não prejudicasse, por sua vez, o próprio quadro mais geral de desregulamentação financeira?

Uma categorização dos FSR

A sequência dessa dissertação tratará então de responder a esses três conjuntos de questões e a seus problemas correspondentes, com o objetivo de oferecer uma resposta mais concreta ao dilema dos FSR como instrumentos de retrocesso ou aprofundamento da globalização financeira. Daqui em diante, serão reconstituídos os arranjos políticos, econômicos e internacionais que possibilitaram a efetivação e a ampliação dos FSR em três passos: o modo como os fundos são gerenciados, como eles atingiram tal estado, e qual sua sustentabilidade futura. Para tanto, será incorporada à análise de cada um dos problemas levantados pelos FSR

uma categorização de trinta FSR (vide Tabela 3 a seguir)⁸, com o objetivo de apontar as aproximações e as peculiaridades dos mais diversos FSR.

Para tratar do problema das causas para o surgimento dos FSR, serão comparados os diferentes períodos históricos de criação desses fundos; o padrão da distribuição geográfica e as fontes das reservas; a relação entre FSR, reservas internacionais, conta corrente, balanço de pagamentos e PIB; e a inserção dos países na divisão internacional do trabalho.

Já em relação ao problema do papel estatal nas estratégias de investimento dos fundos, as categorias analisadas são referentes às estruturas de gerenciamento estatal dos FSR. Serão comparados os diferentes propósitos dos fundos; seus distintos tipos de organização estatal; as estruturas de controle e gerenciamento; suas políticas de investimentos; seus tipos de financiamento (*funding*); o modo de operação dos ativos; a composição do portfólio por classe de ativos, distribuição geográfica e setorial dos investimentos; e por fim a categorização dos principais investimentos em si.

Finalmente, para analisar a questão da regulação, os FSR serão categorizados em relação ao índice de transparência, aos mecanismos de divulgação e publicidade de suas operações, bem como à abertura dos balanços financeiros.

⁸ Esses trinta fundos foram selecionados a partir de uma escolha equilibrada entre os seguintes critérios: distribuição geográfica; distribuição dos volumes; distribuição do ano de criação; distribuição da fonte do fundo; distribuição das características heterogêneas das políticas de investimento. É necessário também ressaltar que essa categorização não tem pretensão de servir como uma tipologia geral dos FSR, mas apenas uma forma de tentar sistematizar as diferenças dos trinta FSR mais importantes.

Tabela 3: Principais Fundos Soberanos de Riqueza por País

País	Fundo Soberano de Riqueza
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)
Brunei	Brunei Investment Authority
Canadá	Alberta Heritage Fund
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)
Cazaquistão	National Oil Fund
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)
China	China Investment Corporation (CIC)
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)
Cingapura	Temasek
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)
Emirados Árabes Unidos	Dubai International Capital
Emirados Árabes Unidos	Istithmar World
Emirados Árabes Unidos	Mubadala
Emirados Árabes Unidos	United Arab Emirates Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)
Estados Unidos	Alaska Permanent Reserve Fund
França	Pension Reserve Fund
Irã	Oil Stabilization Fund
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund (RERF)
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)
Malásia	Khazanah Nasional BHD
Noruega	Norway Government Pension Fund - Global
Omã	State General Reserve Fund
Rússia	Oil & Gas Fund
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)
Venezuela	National Development Fund (Fonden)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de BLUNDELL-WIGNAL *et.al*, 2008: 121.ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 21; TRUMAN, 2007: 10).

Perspectivas analíticas

Articular uma análise para responder à questão se os FSR configuram-se como instrumentos de avanço ou retrocesso da globalização financeira a partir das pré-condições para seu surgimento, do papel estatal nas estratégias de investimento e dos dilemas da regulação internacional, exige uma transversalidade entre economia, política e relações internacionais que é fornecida pela perspectiva da economia política internacional⁹. Essa perspectiva permite superar um dos problemas graves verificados na literatura sobre FSR que é a estreiteza em que o assunto é tratado, geralmente de uma perspectiva meramente técnica e econômica, oriunda especialmente de relatórios de grandes empresas de investimentos financeiros. E mesmo em relação aos assuntos que envolvem segurança nacional, não há nenhum estudo consistente realizado por cientistas políticos ou por analistas de relações internacionais. De tal modo que a abordagem desse trabalho deve ser multidisciplinar, visando uma síntese da política e da economia internacional a partir de uma análise do efeito da autoridade política sobre os mercados, e da autoridade dos mercados sobre a política. É esse quadro analítico que desvendará o surgimento dessa inovação financeira controlada pelos Estados, mas submetidas às (não-)regras do mercado financeiro.

Para tanto, três perspectivas são necessárias: em primeiro lugar, uma perspectiva histórica da estrutura da economia política internacional; depois, outra que incorpore a interação entre o

⁹ Não obstante constatada a necessidade de uma reunificação teórica dos estudos políticos, econômicos e internacionais, o problema desta síntese teórica ainda não foi resolvido: embora os acontecimentos mundiais exigissem uma articulação das três disciplinas, isso dificilmente ocorreu, por conta do caminho que cada uma tomou (Cf. STRANGE, 1988: 34-9). A economia excluiu as questões do poder tanto no seu desenvolvimento teórico quanto nos seus estudos aplicados, considerando-as como fatores ou choques exógenos; e quando a trajetória política não coincide com as premissas da teoria econômica, a primeira é considerada irracional (Cf. STRANGE, 1970:304). Já a ciência política não tem sido bem sucedida em construir molduras analíticas que abarquem as transformações acometidas pela internacionalização econômica, política e social. Em geral, assume o poder como premissa de qualquer estrutura social e econômica, sendo tomado como dado simplesmente porque é derivado de uma organização jurídica em que a força tem *status* monopólico, e com isso, exclui qualquer consideração acerca das transformações na economia mundial (Cf. STRANGE, 1996: 17-20). Finalmente, no âmbito das relações internacionais, quando o objeto de estudo não se concentra inteiramente à manutenção do sistema de Estados a partir de uma perspectiva geopolítica, sem abarcar o plano transnacional, o estudo dos fenômenos econômicos internacionais geralmente evoca conceitos e métodos da economia, como teoria dos jogos, etc. (Cf. STRANGE, 1995: 167-8). Essas limitações constroem, por sua vez, o desenvolvimento de uma abordagem integrada das transformações transnacionais, e é esse o desafio da perspectiva da economia política internacional, que de fato, é muito heterogênea, e nem sempre conseguiu realizar essa síntese teórica entre política, economia e relações internacionais. A nosso ver, a abordagem da economia política internacional de Susan Strange tenta de forma mais positiva superar esses problemas, e é por esse motivo que será adotada nessa dissertação.

político e o econômico; e finalmente, a do papel da regulação internacional como uma rede de barganhas políticas.

Uma análise histórica da estrutura da economia política internacional

A década de 1970 é o marco para o surgimento da economia política internacional como uma derivação das teorias de Relações Internacionais com o objetivo de reunificar as análises políticas e econômicas ao estudo do sistema internacional. Seu desenvolvimento pouco esteve atrelado a mudanças intelectuais: foi, de fato, uma resposta analítica para as grandes transformações da realidade internacional daquele momento. Três eventos podem ser considerados cruciais: o fim de *Bretton Woods* por meio da atitude unilateral dos Estados Unidos em romper com a paridade cambial ouro-dólar; as oscilações nos preços do mercado de *commodities* energéticas a partir dos choques do petróleo na década de 1970; e as demandas dos países em desenvolvimento por uma ordem internacional menos assimétrica (STRANGE, 1995:155).

A proposta de estudar as relações entre a política e a economia internacional, entretanto, esbarrou no problema da construção de um método adequado de estudo: “*international political economy has developed as a field defined more by agreement among scholars about what to study than by agreement about how to study it*” (MURPHY; TOOZE (orgs.), 1991:1, grifo meu). Dois métodos mais estreitos foram amplamente utilizados. O primeiro refere-se ao estudo dos aspectos políticos que influenciam as relações econômicas internacionais, e por isso é chamada de “a política das relações econômicas internacionais”. A segunda refere-se a uma análise mais doutrinária do conjunto de regras normativas sobre quais deveriam ser os objetivos da política estatal sobre o relacionamento entre Estados e mercados, perspectiva essa adotada especialmente pela teoria dos regimes¹⁰.

A análise dos FSR deve ir além desses dois métodos. O método da política das relações econômicas internacionais não seria adequado porque apenas trataria dos assuntos políticos ou

¹⁰ Essa é a abordagem de Gilpin (1987), por exemplo, que apresenta o modo como os assuntos econômicos são pautados nas agendas dos Estados. E também de Keohane e Nye (1977), que embora evoquem pioneirismo nas análises envolvendo outros atores além do Estado nacional e outras agendas além da de segurança e defesa, não alteram o foco fundamental de análise: o desenvolvimento da economia internacional é percebido pelos autores como uma variável dependente das estruturas definidas a partir da hierarquia de poder dos Estados (fortes, médios e fracos) e das ordens possíveis a partir do número de pólos de poder (multipolar, bipolar e hegemonia). Cf. STRANGE, 1970:304-15; STRANGE, 1988:15.

governamentais que eventualmente circundam o surgimento e gestão dos fundos. Isso pressuporia considerar os FSR como um fenômeno exclusivamente econômico e com aspectos políticos secundários – um método, aliás, bastante recorrente na literatura sobre o tema. Já a análise da teoria dos regimes implicaria em estabelecer uma perspectiva doutrinária sobre as políticas e estratégias dos FSR que impediria realmente de analisar se eles são instrumentos de avanço ou retrocesso da globalização financeira. Logo, a visão proposta é contrária a essas duas: o fato dos Estados atuarem como investidores do sistema financeiro internacional tal qual agentes privados indica que as relações extrapolam tanto a divisão da influência política *versus* influência econômica quanto a perspectiva do “dever ser”. Logo, faz-se necessário entender a economia política internacional como uma estrutura internacional de arranjos mútuos entre os sistemas interestatal e produtivo-financeiro a partir de um contexto de regras e princípios (STRANGE, 1988: 24-29).

Essa estrutura deve ser considerada sob uma perspectiva histórica em dois sentidos. Em primeiro lugar, porque esses arranjos não são perenes: pelo contrário, eles sofrem constantes transformações na medida em que as relações entre os sistemas interestatal e produtivo-financeiro são permeadas por tensões e processos de barganha. E depois, porque as acomodações dessas tensões no presente têm como embasamento os eventos passados e constroem os limites futuros dessa estrutura segundo sua dinâmica de reprodução. Essa perspectiva histórica da estrutura da economia política internacional é fundamental para entender como as relações entre Estados e mercados financeiros são gerenciados no processo de globalização financeira, como essas relações permitiram o surgimento dos FSR e qual a sustentabilidade futura desses arranjos.

A interação entre o político e o econômico

Em convergência com a perspectiva histórica da estrutura da economia política internacional, torna-se necessária uma redefinição do estudo do político e do estudo do econômico. A associação do estudo da política ao estudo do aparelho estatal é importante, mas suprime parte de sua dinâmica, compreendida como o gerenciamento e conciliação do conflito e das instabilidades a partir do estabelecimento da ordem, não apenas estatal, mas em qualquer esfera da vida social, como por exemplo, a econômica. Isso significa que a autoridade política não reside apenas nos Estados, mas também pode estar presente em outros atores não-estatais. Já

a associação do estudo do econômico à análise do processo de alocação eficiente de recursos escassos exclui o fato de que a produção e as finanças, especialmente a partir de sua globalização, visam, mais do que a produção e troca de mercadorias, a maximização da riqueza, e por isso são elementos determinantes das hierarquias e das assimetrias do sistema interestatal.

A proposição é uma síntese do estudo do político e do econômico por meio de uma análise simultânea do efeito da política sobre os mercados, e dos mercados sobre a política. Essa síntese, obviamente, não exclui as relações de tensão e contradição entre os dois pólos: afinal, enquanto a política busca a conciliação dos conflitos baseada em valores de ordem e estabilidade, a economia está embasada em valores de maximização e livre alocação de recursos. Por outro lado, mesmo com essas tensões é possível conceber, na prática, uma íntima interação entre Estados e mercados, já que os Estados necessitam das riquezas produzidas pelo mercado, e este último, da ordem estabelecida pelo Estado que garanta a proteção e a continuidade das relações de maximização.

A redefinição do estudo do político e do estudo do econômico nesses moldes depende, por sua vez, de uma ampliação do conceito de poder, pois se política e economia são esferas interligadas, então não é possível haver uma distinção rígida entre poder político e poder econômico: *“I firmly insist that it is impossible to make any clear distinction between political power and economic power since there is always an element of each in the other”* (STRANGE, 1995:170). Para isso, o poder não pode ser meramente entendido como o controle direto de recursos estratégicos e o uso da coerção direta; nem apenas como a capacidade de definir agendas e estruturar instituições; envolve também sanções negativas, legitimidade, autoridade, consentimento etc. Entendido de forma simplificada como *“the ability of a person or group of persons so to affect outcomes that their preferences take precedence over the preferences of others”* (STRANGE, 1996:17), o poder não está confinado apenas à política de Estados; também é exercido de forma legítima pelos mercados a partir dos meios utilizados para a gerar a maximização da riqueza.

Em outras palavras, as relações autoridades-mercados e mercados-autoridades são imbricadas porque possuem o poder como elemento comum, ou seja, ambos estão investidos de poder para tomar decisões que determinam as condições e contexto de seus arranjos. Por isso, tal poder deve ser entendido menos em relação às suas fontes, como por exemplo, a força, a coerção, a riqueza, a autoridade, entre outros (Cf. LINDBLOM, 1977), e mais em relação sobre quem ou o

que o poder é exercido. A partir dessa perspectiva, é possível analisar as diversas funções das autoridades dos Estados e também dos mercados na economia política internacional, analisando quem exerce certas funções e como certos meios de ação afetam os seus resultados. Apenas dessa forma pode-se averiguar a transformação da autoridade dos Estados em relação a algumas funções que antes lhe cabiam e que agora foram transferidas para o mercado, e a partir disso, compreender a importância dos arranjos de poder na globalização financeira para a definição das estratégias dos FSR.

O papel da regulação internacional como uma rede de barganhas políticas

A questão da regulação internacional não será discutida no quadro da teoria dos regimes, pois esta linha não é considerada apropriada para a análise dos FSR em virtude de três argumentos: em primeiro lugar, porque essa teoria se detém em problemas técnicos, institucionais e normativos, o que resultaria em uma análise doutrinária sobre quais deveriam ser os objetivos da política estatal no gerenciamento dos FSR e no relacionamento entre estados e mercados financeiros. A questão da regulação internacional dos FSR é um ponto importante não devido ao seu caráter prescritivo ou técnico, até porque ainda são bastante incipientes as normas de regulação dos fundos, mas porque revela os problemas factuais que tangem a percepção dos países investidores e receptores sobre o papel dos FSR, e portanto, expressa a estrutura de barganha política entre os interesses envolvidos. Em segundo lugar, essa teoria não abarca o conteúdo não-regime, relativo à interação entre Estados e mercados financeiros no processo de globalização financeira e que é crucial para esse estudo. E em terceiro lugar, porque a teoria dos regimes é uma análise que privilegia o *status quo* da estrutura da economia política internacional, já que busca apenas traçar um padrão de comportamento para a criação de uma análise geral, enquanto o objetivo deste trabalho é justamente analisar as questões divergentes e contraditórias nas tentativas de regulação dos FSR.

Para superar esses três problemas, a questão da regulação internacional dos FSR será tratada a partir da análise das relações de barganhas que podem ser estabelecidas entre os distintos atores envolvidos, como as instituições internacionais, os países receptores e os países detentores de FSR. A ênfase será nas relações concretas de poder, ao invés de apenas no resultado desses processos, que seria o próprio regime de regulação internacional para os FSR; e

com isso, pode-se discutir satisfatoriamente o processo de regulação sem a preocupação de tentar encontrar, forçadamente, qualquer convergência de expectativas acerca desse processo. Será possível trabalhar também as forças negativas contra a própria regulação dos FSR, na medida em que houver uma alteração no equilíbrio de barganha de poder e/ou na percepção dos interesses envolvidos, especialmente em momentos de crise financeira. Em resumo, a perspectiva do processo de regulação internacional dos FSR como uma rede de barganhas políticas é mais apropriada em três aspectos:

“First, the bargaining partners often dispose of very different kinds of power; for example, one has the political power to refuse access to a market, the other the power to refuse to transfer technology. Second, each of them is vulnerable to a different kind of risk, as it might be of a palace revolution on one side or a corporate takeover on the other. So that, thirdly, the bargain struck is apt to consist of a highly variable mix of political and economic benefits conferred and opportunities opened up. Bargains will reflect both the positive goals the parties severally wish to achieve and the negative risks and threats from which they want to find some security” (STRANGE, 1982:495).

CAPÍTULO 1

A TRAJETÓRIA DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA A PARTIR DOS ANOS 2000 E INTERPRETAÇÕES SOBRE AS PRÉ-CONDIÇÕES PARA SEU SURGIMENTO

Este capítulo tratará do primeiro problema apontado na introdução, das interpretações acerca das pré-condições para o surgimento dos FSR. Em geral, aponta-se como elemento fundamental para a expansão desses fundos a posição superavitária de seus países detentores, o que resultaria em um sobre-acúmulo de riqueza que seriam transferidas, por sua vez, para o financiamento das operações dos FSR. A análise das pré-condições para o surgimento dos FSR visa particularmente avaliar se elas são conjunturais ou apresentam um caráter estrutural. Este objetivo é relevante já que é necessário entender se tais pré-condições são fruto de mecanismos contraditórios ou favoráveis ao processo de globalização financeira; e se os FSR apresentam uma verdadeira sustentabilidade em seu crescimento a ponto de afetar significativamente tal processo.

O ponto de partida será a observação da trajetória bastante singular dos trinta fundos analisados segundo três categorizações: primeiramente, em termos do momento histórico de maior estímulo à abertura dos FSR, isto é, a partir dos anos 2000; depois, em termos de uma convergência da localização geográfica dos fundos, que são provenientes especialmente de países em desenvolvimento; e por fim, em termos das fontes de financiamento dos FSR. Depois da apresentação dessas características, realizada na primeira parte do capítulo, será necessário

entender as verdadeiras causas que resultaram nessa trajetória peculiar dos FSR. Para tanto, na segunda parte será traçado um balanço das interpretações para as causas dos superávits dos países em desenvolvimento a partir de 2000 e que permitiram o desenvolvimento dos FSR. Duas interpretações serão focadas: a primeira é a interpretação mercantilista, que entende a proeminência econômica dos países em desenvolvimento como resultado de políticas estatais desleais; a segunda é a hipótese do Segundo *Bretton Woods*, que avalia essa posição como uma estrutura sustentada pelos Estados Unidos. Ambas as interpretações serão criticamente avaliadas a partir de uma análise das mudanças na divisão internacional do trabalho segundo o processo de globalização produtiva, buscando assim argumentos estruturais para compreender a configuração dessas pré-condições para o desenvolvimento dos FSR.

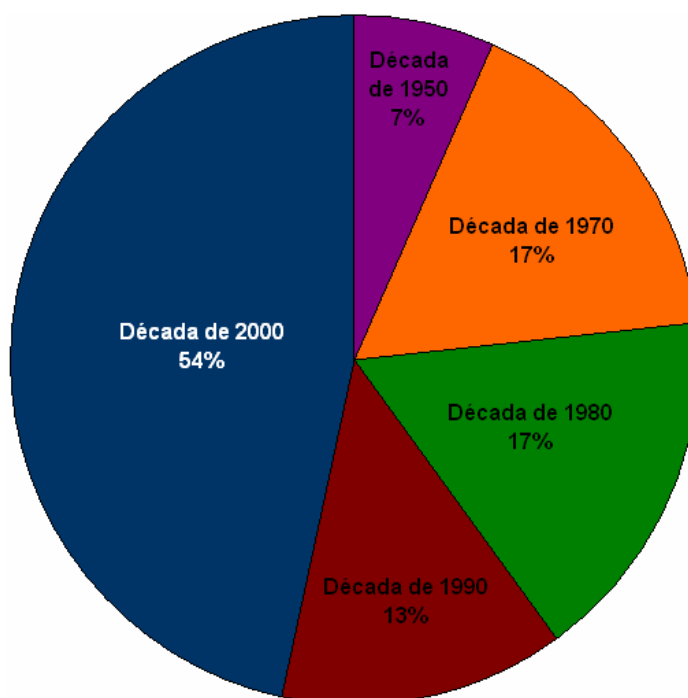
PARTE I

A TRAJETÓRIA DOS FSR A PARTIR DOS ANOS 2000

Embora os primeiros FSR tenham surgido já no início da segunda metade do século XX, não há dúvidas de que seu desenvolvimento está inserido em um momento de consolidação plena da globalização produtiva e financeira a partir do fim da década de 1990, quando são completadas as transformações internas e externas que conduzem esse processo, e portanto, são claramente um fenômeno que expressa as novas condições que a estrutura da economia política internacional apresenta na primeira década do século XXI. Isso fica evidente a partir da análise dos períodos de surgimento dos FSR, conforme disposto no gráfico 3 a seguir: os trinta fundos soberanos analisados na categorização elaborada para essa dissertação surgiram na segunda metade do século XX, distribuídos da seguinte forma: 7% na década de 1950, 17% na década de 1970, mais 17% na década de 1980; 13% nos anos 1990; e a partir dos anos 2000, há um aumento vertiginoso no número dos FSR, que dobram de número (54%) em apenas uma década (Vide no Anexo A-II a lista dos FSR distribuídos por período de surgimento). Além de um aumento mais

que significativo dos fundos a partir dos anos 2000, nota-se também no Gráfico 4 mais adiante que dentre os trinta FSR mais importantes aqui analisados, apenas 17% são pertencentes a países desenvolvidos, contra 83% controlados por países subdesenvolvidos e em maior parte, por países em desenvolvimento.

Gráfico 3: Décadas de surgimento dos FSR



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 20

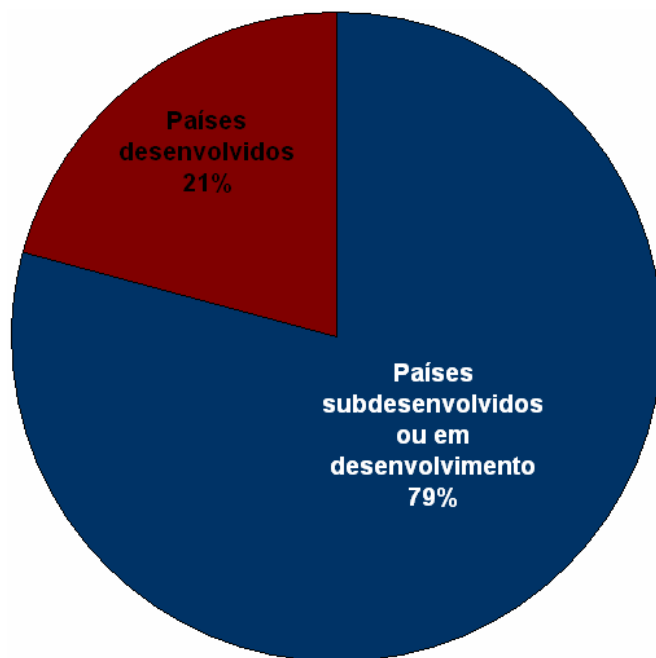
Essa discrepância geográfica é ainda mais evidente quando se compara o volume não apenas geral, mas individual, dos FSR. Dentre o montante total de US\$ 3 trilhões alocados nos FSR, observa-se que os menores fundos estão na faixa de US\$ 5 a 0,5 bilhões, e correspondem apenas a 7% de todos os 30 fundos analisados. Já os maiores fundos estão na faixa de US\$ 1 trilhão a US\$ 500 bilhões, e correspondem a 13% de todos os fundos analisados, conforme por ser visto no Gráfico 5 a seguir. Esses limites mínimos e máximos dos valores dos FSR demonstram como a soma de riqueza operada no mercado financeiro pelos países detentores é bastante significativa, especialmente para países em desenvolvimento, como pode ser notado

especificadamente para cada FSR no Anexo A-III. Finalmente, outro fator predominante acerca do peso considerável do volume individual dos FSR consiste na porcentagem do valor desses fundos em relação ao PIB dos países detentores, conforme se pode observar no Gráfico 6 mais adiante (para a comparação entre o volume dos FSR e o volume do PIB para cada um dos países investidores, vide Anexo A-IV).

É nesse sentido que o ponto de partida para a análise do surgimento e do desenvolvimento de grande parte dos FSR a partir dos anos 2000 deve ser o das pré-condições que permitiram esses países a reunirem o capital necessário para iniciar as suas operações nos mercados financeiros. Logo, é fundamental averiguar a origem dos superávits dos países em desenvolvimento que permitiram a composição das fontes de financiamento dos FSR.

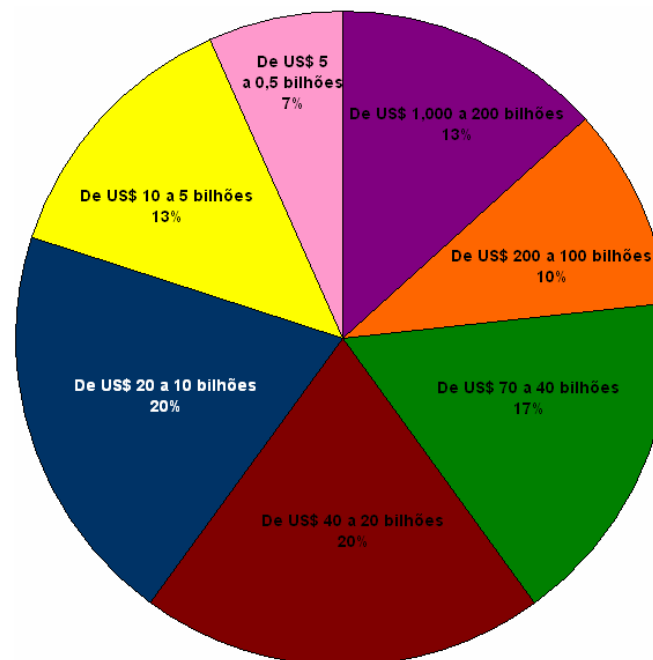
O desenvolvimento mais proeminente dos FSR a partir dos anos 2000 deriva, particularmente, do fim do período de agudas crises financeiras que os países em desenvolvimento vivenciaram por toda a década de 1990 *vis-à-vis* a consolidação de suas posições superavitárias em três âmbitos: fiscal, comercial e em acúmulo de reservas internacionais. Essa posição apresenta como contrapartida o aumento da posição deficitária dos países mais desenvolvidos, particularmente dos Estados Unidos, e em medida menor, da Europa Ocidental. Nota-se, pois, uma inversão geográfica das posições, uma vez que, até aproximadamente a década de 1970, os países desenvolvidos eram aqueles que apresentavam as posições superavitárias. Essa inversão implicou também em uma alteração geográfica das posições credoras e devedoras: os países em desenvolvimento passaram a exportar, de forma mais proeminente, capitais para esses países deficitários sob várias formas, dentre as quais os FSR. Esse novo padrão, por muitos economistas até então considerada conjuntural, ou anômala (ALFARO *et.al*, 2008; LUCAS, 1990), apresentou, pelo contrário, um crescimento sustentável desde o fim da década de 1990, correspondendo ao período de maior crescimento dos FSR.

Gráfico 4: Distribuição dos FSR entre países desenvolvidos, em desenvolvimento e subdesenvolvidos



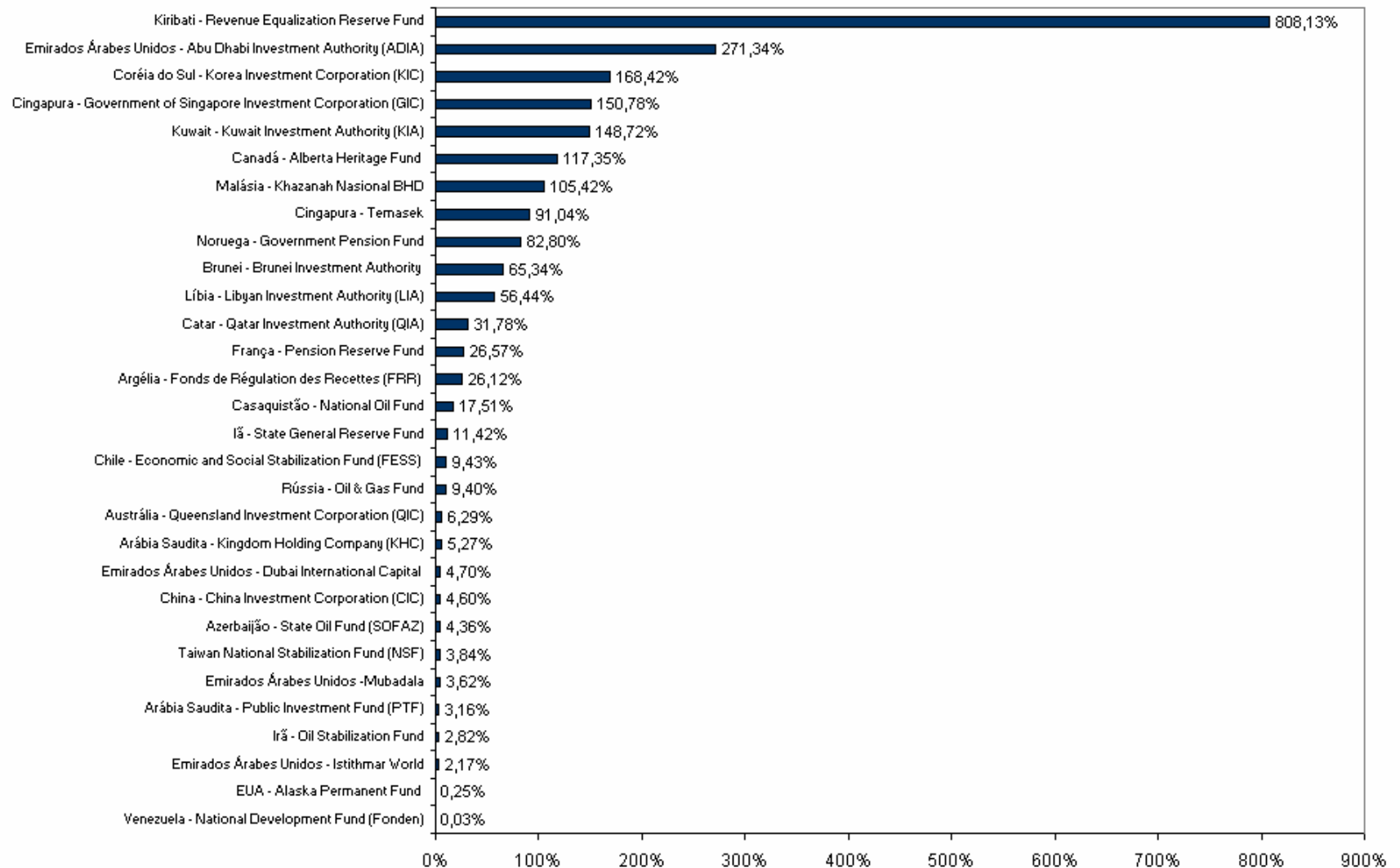
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 20

Gráfico 5: Faixas de volume de investimento dos FSR



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 20

Gráfico 6: Porcentagem do volume dos FSR em relação ao PIB



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHEILLER; FERNANDEZ, 2008: 20; UNCTAD HANDBOOK OF STATISTICS, 2010.

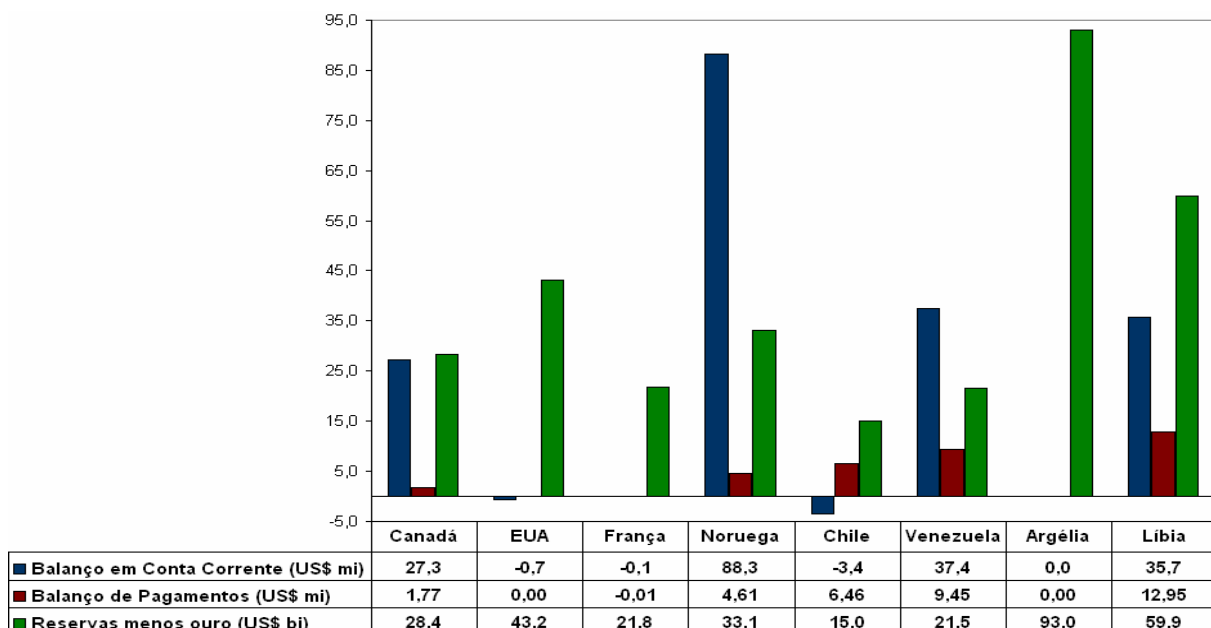
Essa posição credora dos países em desenvolvimento poderia ser resultado da própria globalização financeira: eles poderiam receber significativos fluxos de capitais em excesso no restante do mundo, para em seguida reciclá-los nos países desenvolvidos por meio de aplicações realizadas em seus mercados financeiros. Nesse caso, os superávits em balanço de pagamentos que garantiriam as pré-condições para o financiamento dos FSR seriam resultado da abertura da conta capital desses países. Isso significaria, em última instância, que os FSR seriam instrumentos de intermediação financeira, ou seja, esses países estariam tomando empréstado para em seguida emprestar ou investir no exterior.

Entretanto, a análise do balanço de pagamento dos países detentores de FSR demonstra que esse não é o caso dos países em desenvolvimento em geral: pelo contrário, nota-se um grau significativo de contribuição da conta corrente. Com isso, é possível observar que os FSR dos países em desenvolvimento, a partir de 2000, apresentam um potencial de expansão baseado em superávits oriundos não da conta capital, mas do alto grau de exportações de bens e serviços (ALBEROLA; SERENA, 2008:320; GRIFFITH-JONES; OCAMPO, 2008:4). É possível notar, particularmente, que os países das regiões do Cáucaso, do Oriente Médio e da Ásia são os que apresentam superávits mais expressivos em conta corrente, em oposição ao desempenho de países de regiões como América do Norte, Europa e até mesmo América Latina¹¹. A análise da estrutura do balanço de pagamentos dos países que detém os trinta FSR¹² aqui analisados pode ser observada a partir dos gráficos 7, 8 e 9 a seguir (para os dados completos do balanço em conta corrente, balanço de pagamentos e reservas de cada um dos países detentores de FSR aqui estudados, vide Anexo A-V).

¹¹ Não obstante essa similaridade regional entre os países em desenvolvimento, não se pode deixar de enfatizar as disparidades nacionais na relação entre conta corrente e conta capital na composição das reservas. Na Ásia, enquanto China, Cingapura e Coréia apresentam como fonte de reservas a conta corrente, a Índia optou pelo “empréstimo de reservas”, isto é, as reservas acumuladas provêm do influxo na conta capital. O mesmo padrão pode ser observado na América Latina, com os casos da Argentina, Brasil, Chile e Venezuela com reservas provenientes da conta corrente, e México e Colômbia, da conta capital. Na verdade, a trajetória latino-americana apresenta uma peculiaridade: enquanto os superávits em conta corrente são geralmente o componente inicial do acúmulo de reservas, ao longo do tempo a conta de capitais apresenta papel mais importante (como nos anos de 2004, 2006, 2007). Nesses períodos, as reservas são oriundas de amplas entradas de capital: “*if we take out Venezuela, Latin America ceased to run a current account surplus in 2007*” (OCAMPO, 2007: 15). Já para o Oriente Médio, a falta de dados completos sobre o padrão do seu balanço de pagamentos dificulta a análise, mas nota-se grande expressividade da conta corrente acima do desempenho da conta capital, ao menos para o caso do Kuwait. E é esta posição mais consolidada da conta corrente que torna os FSR da Ásia e do Oriente Médio potencialmente mais expressivos do que os da América Latina e dos países desenvolvidos. Os dados para esses países podem ser vistos nos Gráficos 7, 8 e 9.

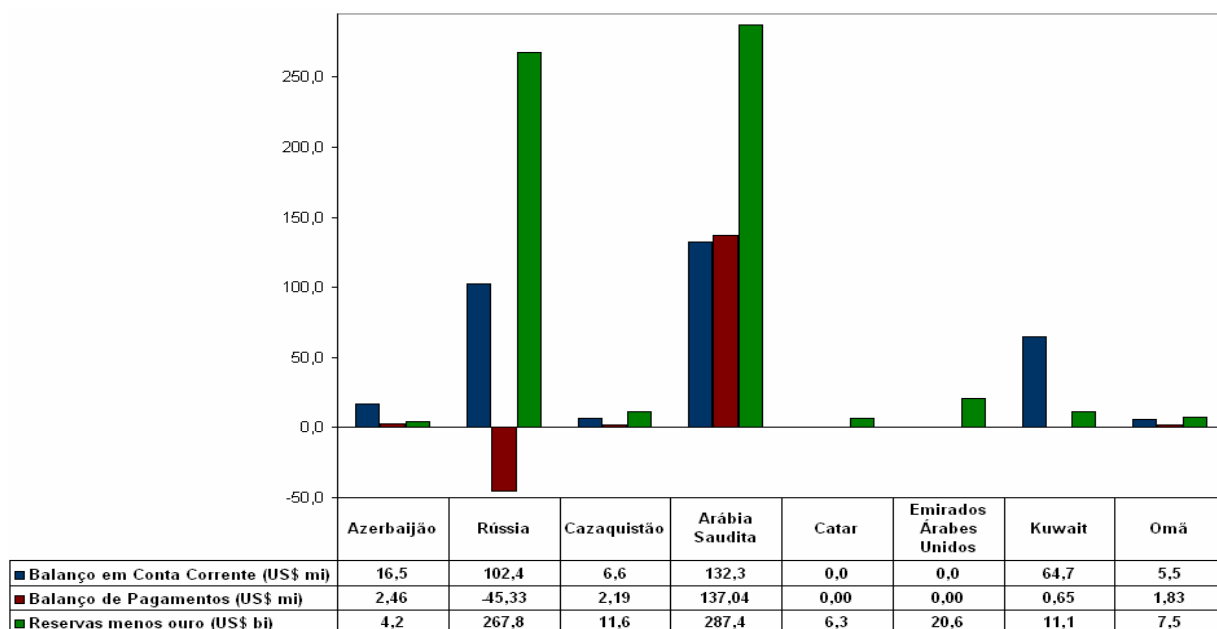
¹² Apenas não foram analisadas as estruturas do balanço de pagamento dos países Irã e Kiribati em função da ausência dos dados desses países no *Balance of Payment Statistics* (BoP) do FMI.

Gráfico 7: Análise do Balanço de Pagamentos por países das regiões: América do Norte, Europa, América Latina e África (2008)



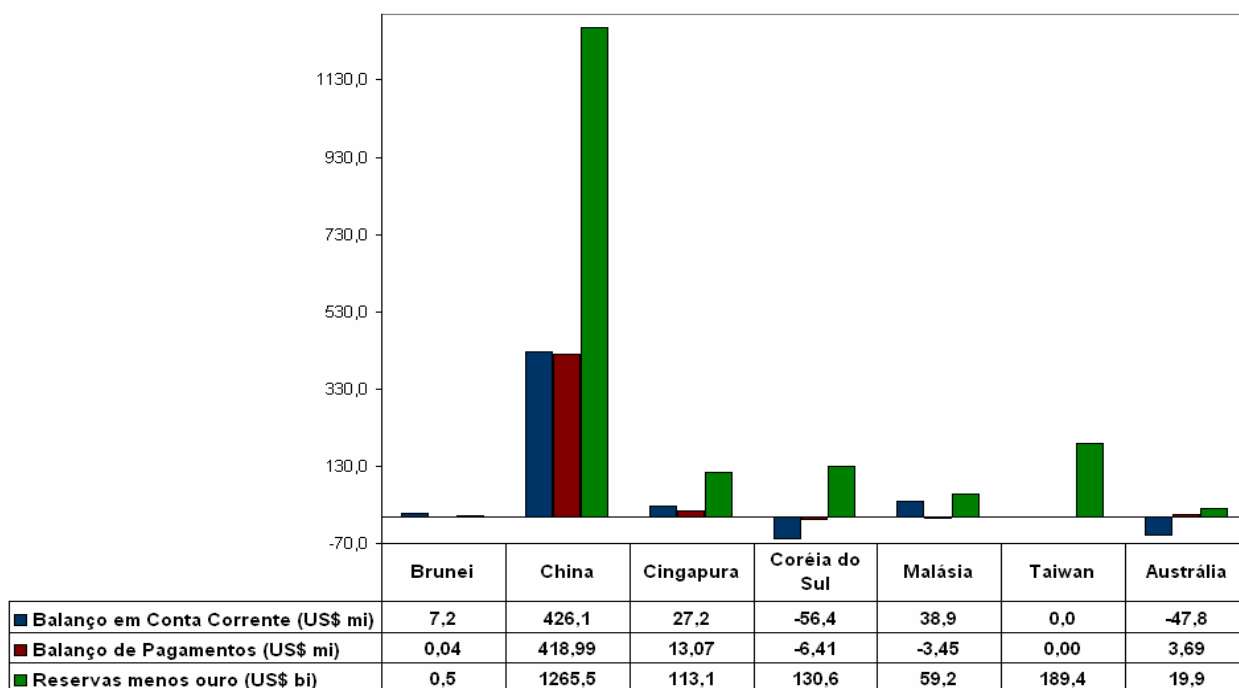
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de *Balance Of Payment Statistics* (BoP) - FMI, 2009

Gráfico 8: Análise do Balanço de Pagamentos por países das regiões: Cáucaso e Oriente Médio (2008)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de *Balance Of Payment Statistics* (BoP) - FMI, 2009

Gráfico 9: Análise do Balanço de Pagamentos por países das regiões: Ásia e Oceania (2008)

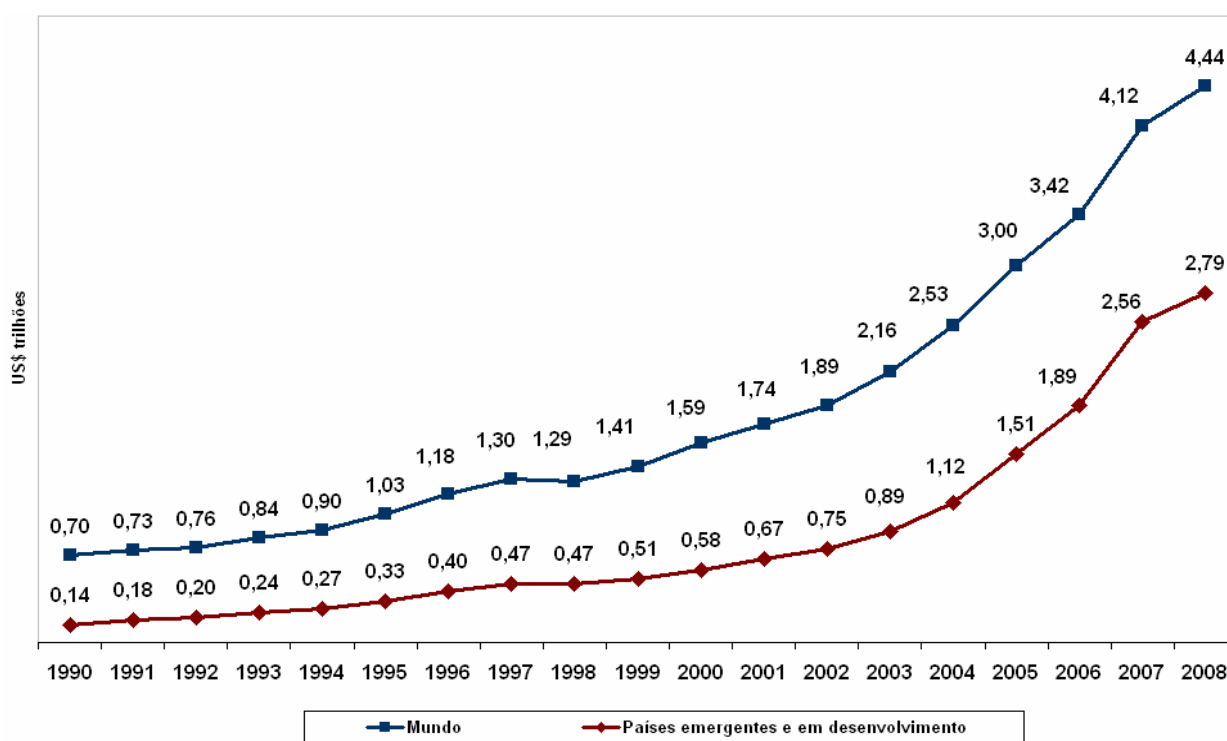


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de *Balance Of Payment Statistics* (BoP) – FMI, 2009

A expressividade da conta corrente dos países em desenvolvimento reflete, sobretudo, na trajetória do acúmulo das reservas internacionais a partir de 2000. De acordo com os dados do *International Financial Statistics*, do FMI, entre 1990 e 2008, as reservas internacionais passaram de US\$ 700 bilhões para US\$ 4,4 trilhões, e os países em desenvolvimento contribuíram com praticamente metade desse aumento a partir de 2005, correspondendo a US\$ 2,79 trilhões em 2008. Os principais países responsáveis por esse desempenho são as economias exportadoras da Ásia, particularmente a China; os países exportadores de petróleo no Oriente Médio e no Cáucaso; e em menor medida, alguns países exportadores de *commodities* da América Latina. A região asiática em desenvolvimento acumulou US\$ 1.531,45 bilhões em reservas internacionais em 2008, comparadas a US\$ 368,40 bilhões em 2002; sendo que no período entre 2000 a 2007, apenas a China acumulou US\$ 839,5 bilhões em reservas. Já os países exportadores de petróleo do Oriente Médio, por sua vez, acumularam US\$ 209,36 bilhões em 2008, comparados à US\$ 80,93 bilhões em 2002. Esse crescimento a taxas espantosas tem contribuição significativa dos Emirados Árabes Unidos, da Arábia Saudita e do Kuwait. Apenas a Ásia e o Oriente Médio

correspondem por mais da metade das variações nas reservas internacionais globais. Já a América Latina¹³ correspondente à US\$ 279,84 bilhões das reservas mundiais, montante que praticamente dobrou durante esse período¹⁴. Os países desenvolvidos, por sua vez, representados pelos Estados Unidos e a zona do Euro, correspondem respectivamente apenas a US\$ 52,40 bilhões e US\$ 154,22 bilhões. Esses dados podem ser visualizados nos Gráficos 10 e 11 a seguir:

Gráfico 10: Trajetória das reservas internacionais e contribuição dos países em desenvolvimento (1990-2008, em US\$ trilhões)

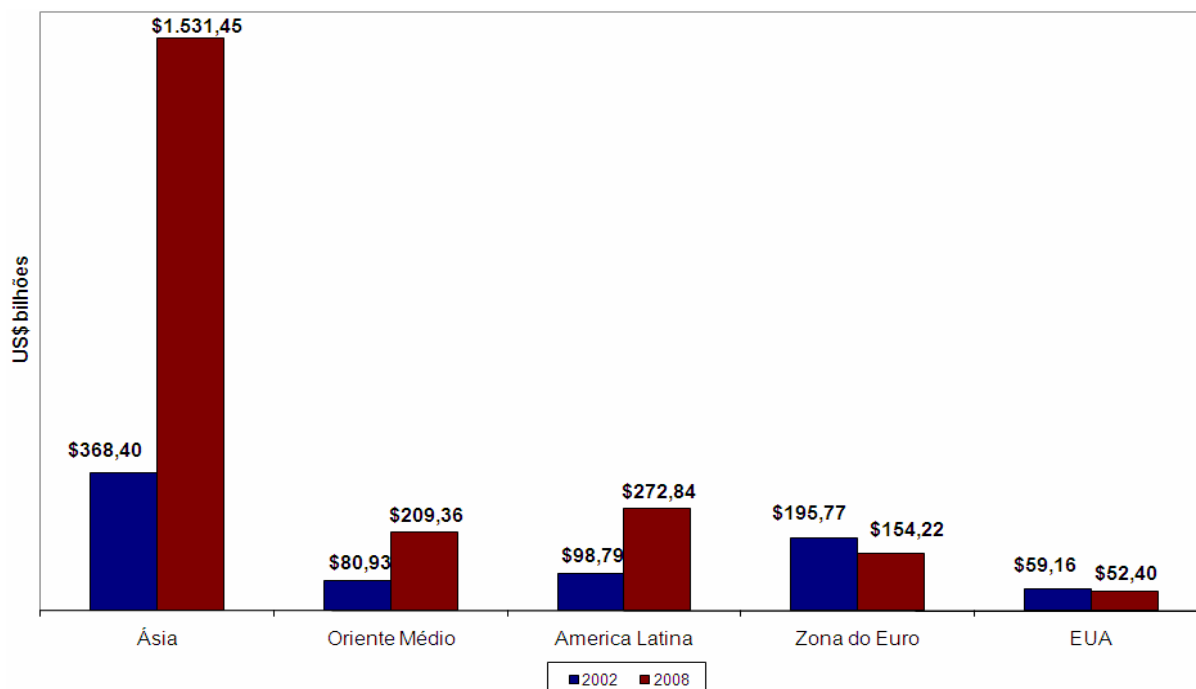


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de *International Financial Statistics* (IFS) – FMI, 2009.

¹³ Os dados correspondentes à América Latina não estão consolidados no IFS-FMI, de modo que os valores foram extraídos do Banco de Estatísticas da Cepal (CEPALSTAT, 2009). Não foram incluídos todos os países latino-americanos na consolidação, mas sim seus seis países principais, a saber: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, México e Venezuela.

¹⁴ Os dados abaixo compreendem as reservas e superávits de todos os países do Oriente Médio, exportadores ou não de petróleo; com isso, as reservas do Oriente Médio aparecem como menores do que as reservas da América Latina. Entretanto, se os dados das reservas de todos os países exportadores de petróleo forem consolidados, as reservas desses países serão maiores que da América Latina. De acordo com GRIFFITH-JONES; OCAMPO, 2008: 4, as reservas dos países exportadores de petróleo correspondiam a US\$ 436 bilhões em outubro de 2007, contra US\$ 389 bilhões de reservas latino-americanas.

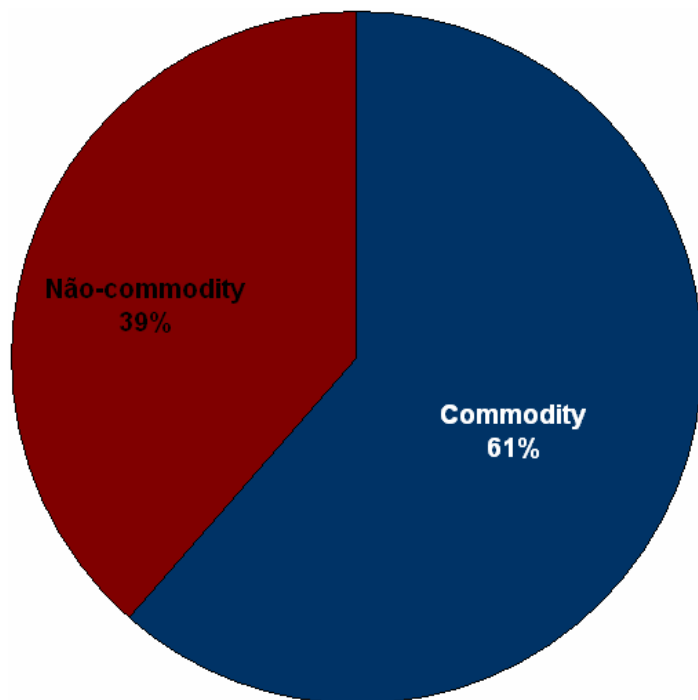
Gráfico 11: Comparação das Reservas Internacionais por Regiões (2002 e 2008, em US\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de International Financial Statistics (IFS) – FMI, 2009.

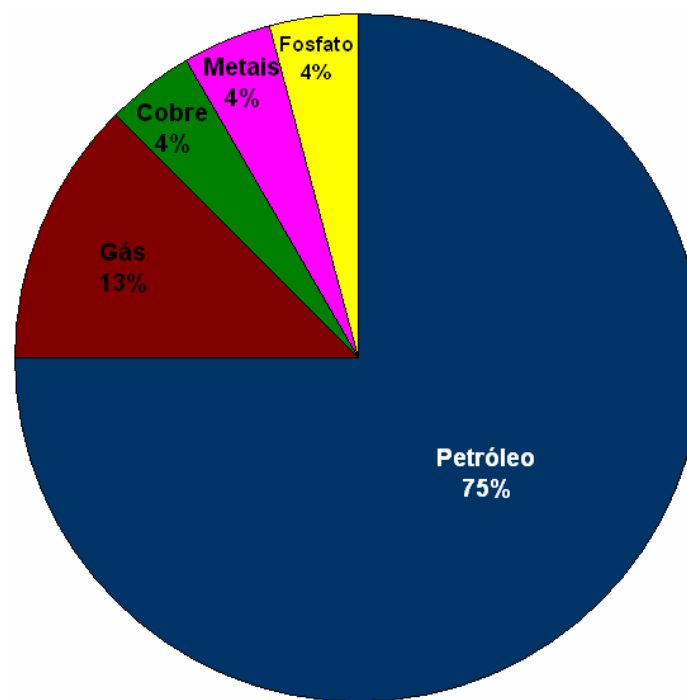
Por sua vez, não basta constatar que as pré-condições para o surgimento dos FSR são oriundas de superávits em conta corrente, é fundamental determinar quais são as reais fontes desses superávits. Como já mencionado na introdução, os países detentores de FSR apresentam dois tipos de padrão exportador: um puxado pela exportação de *commodities* energéticas, e outro, pela exportação de não-*commodities*. O primeiro tipo de padrão é predominante nos países detentores de FSR, correspondendo a 61% dos trinta fundos analisados; de todos os FSR cuja fonte é a exportação de *commodities*, 75% dos países exportam petróleo. Os outros 25% estão distribuídos entre outras *commodities* energéticas, como o gás natural, o cobre, metais em geral e fosfatos. Esses dados podem ser observados nos Gráficos 12 e 13 a seguir.

Gráfico 12: Classificação dos FSR por fontes de financiamento oriundas da exportação de commodities e não-commodities



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 20.

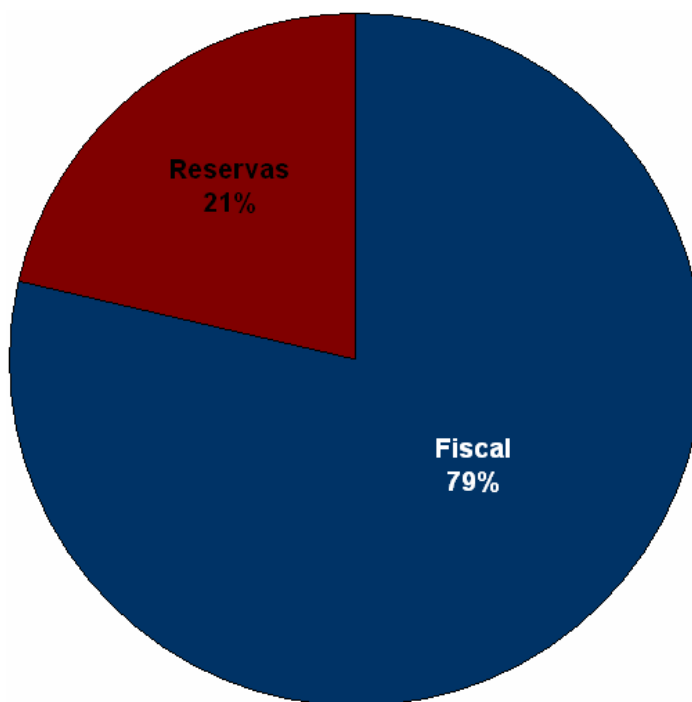
Gráfico 13: Composição da fonte de financiamento dos FSR exportadores de commodities



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 20.

Já os FSR cujas fontes são provenientes das exportações de não-*commodities* correspondem a 39% do total. É interessante notar que, nesse caso, apenas 21% dos fundos são financiados pelas reservas internacionais em si; os demais 79% utilizam-se de financiamento fiscal. Isso ocorre porque, nesses países – principalmente os países do Leste Asiático – geralmente as empresas públicas são as que mais predominam no setor exportador; ademais, outras fontes de aumento do superávit fiscal são a cobrança de altos impostos sobre a receita originária da exportação, ou então de outras receitas, particularmente oriundas de processos de privatizações. Esses dados podem ser observados no Gráfico 12 da página anterior e no Gráfico 14 abaixo (vide no Anexo A-VI a lista de cada um dos FSR alocados por fonte de financiamento).

Gráfico 14: Composição da fonte de financiamento dos FSR exportadores de não-commodities



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 20

Todos esses dados confirmam a expressividade da conta corrente para os países detentores de FSR e revelam que os países em desenvolvimento, ao invés dos desenvolvidos, são aqueles

predominantes na criação de FSR a partir dos anos 2000. Por outro lado, esses dados não explicam porque, de fato, os países em desenvolvimento tenham desempenho mais expressivo em conta corrente do que os desenvolvidos, como Estados Unidos e Europa. Essa diferença de desempenho é considerada por muitos analistas como a principal característica da economia política internacional contemporânea: *“for some time now, the large flow of capital from the developing to the industrialised world has been the principal irony of the international financial system”* (SUMMERS, 2007). Dessa forma, é necessário analisar as reais causas para esse padrão da trajetória dos FSR, avaliando se tal situação é estrutural ou conjuntural uma vez que a posição superavitária configura-se como uma das pré-condições mais importantes para o surgimento e avanço dos FSR.

PARTE II

INTERPRETAÇÕES PARA O ACÚMULO DE SUPERÁVITS EM CONTA CORRENTE POR PARTE DOS PAÍSES DETENTORES DE FSR

Nessa segunda parte, o objetivo é o de analisar as interpretações acerca da inversão das posições entre países desenvolvidos e em desenvolvimento no que tange à posição superavitária em conta corrente a partir de 2000 e a consequente expansão dos FSR desde então. De fato, essa inversão suscitou um intenso debate desde a década de 1990, já que, em um primeiro momento, alguns autores insistiram no argumento de que essa inversão era anômala, e consistia em um paradoxo ao que se convencionava ser o padrão de equilíbrio definido pelo modelo clássico de fluxo de capitais (LUCAS, 1990)¹⁵. Considerava-se que a inversão era meramente conjuntural,

¹⁵ Essa teoria, de caráter a-histórico, é baseada em um conceito de equilíbrio: com o acúmulo de reservas nos países superavitários, a abundância de capitais tornaria as possibilidades de lucro menores; de modo que a exportação de capitais para os países deficitários, em forma de financiamento internacional, supostamente traria maior retorno ao capital devido à ampla escassez dos países com necessidade de capitais internacionais de risco ou empréstimos. O equilíbrio então se instauraria na medida em que os países importadores reduziriam suas fragilidades cambiais, enquanto os exportadores teriam suas moedas desvalorizadas no momento em que tornam suas divisas mais líquidas no mercado. Por sua vez, essa teoria tem como pressuposto uma específica divisão do trabalho para definir as

fruto das instabilidades dos países recém-recuperados de trajetórias rampantes de estagflação e de graves crises da dívida, de modo que a força exportadora era a única forma de gerar capital suficiente para o pagamento das dívidas internacionais em países com processos de liberalização financeira ainda tímidos (ALFARO *et. al.*, 2008).

Entretanto, as causas apontadas para o sentido “anômalo” dos fluxos foram revertidas ao longo da década de 1990, particularmente porque os países em desenvolvimento engendraram um processo de liberalização e integração ao sistema financeiro internacional como resultado de políticas econômicas consideravelmente restritivas. Dessa maneira, os países em desenvolvimento passaram novamente a fazer parte dos fluxos de capitais internacionais, sejam especulativos, como foi a maior parte dos fluxos para a América Latina, sejam sob a forma de investimentos externos diretos, que se destinaram mais substancialmente para os países do Leste Asiático. E mesmo assim, a tendência dos países em desenvolvimento foi, a despeito da relativa abertura da conta de capitais, um aumento das posições superavitárias em conta corrente.

Assim, com a perda de força do argumento sobre a “anomalia” da década de 1990 para explicar o acúmulo progressivamente consistente de superávits comerciais pelos países em desenvolvimento, um novo debate sobre a questão emergiu. Dentre as diversas linhas interpretativas, uma passou a ganhar significativa força tanto nos discursos políticos quanto nas declarações realizadas nas instituições internacionais, a saber, o argumento da competitividade artificial desses países. Tal argumento, denominado neomercantilista, enfatizava o papel das políticas estatais de distorção de comércio para explicar a posição superavitária dos países em desenvolvimento. Outra, a chamada Hipótese do Segundo *Bretton Woods*, também teve grande alcance interpretativo ao explicar essa inversão segundo a nova ordem internacional arquitetada pelos Estados Unidos, que permitiam o desenvolvimento desses países enquanto amarrados pela dominação do dólar.

O objetivo dessa segunda parte é avaliar essas duas interpretações apontando para uma análise acerca das verdadeiras transformações da economia política internacional no bojo da

posições importadoras e exportadoras de capital: os países superavitários deveriam ser os mais ricos e industrialmente desenvolvidos, enquanto os deficitários, países com estruturas produtivas baseadas em *commodities* agrícolas de baixo valor agregado. Entretanto, ao analisarmos os balanços de pagamento dos países em questão, comparado com os dos países centrais, veremos que da década de 1990 em diante é interrompido o sentido dos fluxos dos países centrais para os periféricos: por isso que essa interpretação entende a inversão como uma anomalia, uma vez que não admite, em seu quadro teórico, a possibilidade de transformação das estruturas econômicas internacionais. Essa seção visa, pois, fazer uma crítica indireta a essa teoria ao analisar a nova estrutura histórica da economia política internacional.

globalização produtiva e financeira. Essas transformações ocorreram a partir de uma reorganização da divisão internacional do trabalho, baseada na transnacionalização de três instâncias: a transnacionalização industrial do espaço asiático; a transnacionalização do petróleo do espaço do Oriente Médio; e a transnacionalização financeira do espaço americano. Essas distintas interpretações serão discutidas a seguir.

O argumento neomercantilista

O argumento mercantilista não consiste em uma vertente teórica específica, mas sim, em um conjunto de diferentes argumentos, adotados por diferentes analistas, para explicar a atual posição superavitária dos países em desenvolvimento a partir de uma aproximação com as políticas econômicas adotadas no período mercantilista. Segundo esse argumento, esses países se utilizam de políticas econômicas muito semelhantes às aquelas utilizadas pelos Estados absolutistas, a saber: busca por superávits comerciais por meio da promoção estatal das exportações e ampla restrição às importações; prioridade ao acúmulo de reservas internacionais; e proeminência do poder estatal em conduzir esse processo. A essência dessas políticas seria reproduzida no contexto atual, embora com instrumentos muito mais sofisticados, dentre eles: o uso de políticas estratégicas de comércio; o uso de políticas industriais, as quais geralmente visam substituir o setor privado em setores importantes; as novas barreiras ao comércio; as novas práticas desleais de comércio; e a manipulação das principais variáveis macroeconômicas. Essas políticas em geral são vistas com grandes reservas pelos autores que compartilham dessa interpretação, de modo que o termo neomercantilismo é usado em um tom claramente pejorativo, já que é entendido como uma prática desleal que resulta em uma competitividade artificial:

“Antecedents of these current ideas can be traced to several defunct mercantilists of bygone centuries, including Jean Baptiste Colbert, Thomas Mun, Antonio Serra, Friedrich List, and Alexander Hamilton, who advocated state action to promote specific exports, to restrict specific imports, and to accumulate gold bullion, trade surpluses and, it was believed, enhanced state power. The current renditions by the new mercantilists are more elegant and sophisticated, but their origins are unmistakable” (WOLF, 1994, grifo meu).

As políticas industriais e de comércio visam promover setores industriais e exportadores específicos por meio da ampliação do papel do Estado como participante direto do mercado, se tornando não apenas coordenador, mas na maioria das vezes, investidor e empresário de vários setores. Essa interpretação aponta que o Estado também impõe várias barreiras ao comércio internacional, muitas delas novas, que vão além das pressões tarifárias e do uso de subsídios: controles de qualidade, questões sanitárias e outros requerimentos são criados com o objetivo de distorcer o comércio; sem contar nas próprias práticas desleais de comércio adotadas, como por exemplo, as de *dumping* (BERGSTEN; SUBRAMANIAN, 2009). Todas essas medidas estariam baseadas no aprofundamento dos desequilíbrios entre os setores público e privado, provocando o denominado “*private-sector interest deficit*” (MATOO; SUBRAMANIAN, 2008:20). A predominância de interesses corporativos estatais – seja de apelo desenvolvimentista dos países em desenvolvimento asiáticos, seja da política de cartel dos países exportadores de petróleo – demonstraria que a raiz do problema está na ausência de uma real possibilidade de barganha do setor privado nacional e internacional contra esses países. Isso porque os Estados controlam politicamente setores estratégicos de forma a excluir os reais interesses do setor privado.

Outro elemento fundamental das políticas neomercantilistas seria a manipulação desleal dos preços macroeconômicos, sobretudo das taxas de câmbio. É notável que a desvalorização cambial trata-se de uma ferramenta importante para o crescimento das exportações, uma vez que as tornam mais competitivas. Além disso, pelo fato dos países superavitários não estarem amplamente comprometidos com nenhum mecanismo de coordenação das moedas internacionais, eles teriam ampla margem de manobra para realizar o controle das taxas de câmbio abaixo do seu valor real. Assim, a progressão dos preços das *commodities* energéticas a partir da década de 1970, especialmente do petróleo, seria resultado especialmente das estratégias de cartelização e controle dos preços pelos países da OPEP; e a força exportadora dos países asiáticos, sobretudo da China, seria oriunda da manutenção de taxas de câmbio desvalorizadas.

Logo, a competitividade desses países é entendida como artificial já que o esperado equilíbrio das moedas internacionais a partir de uma apreciação real das moedas asiáticas, assim como uma redução dos preços do petróleo como contrapartida ao aumento da oferta, não ocorrem. Tais intervenções nos preços da economia – e a consequente posição superavitária dela resultante – levariam tanto à propagação dos desequilíbrios monetários, impedindo os ajustes esperados em relação ao alinhamento das taxas de câmbio quanto à ampliação de distorções do

comércio internacional. De acordo com essa interpretação, as trocas internacionais poderiam ser muito mais intensas por parte de países que não conseguem atingir competitividade internacional caso não houvesse uma intervenção suja de suas taxas de câmbio.

Por ter como premissa que os superávits dos países em desenvolvimento são atingidos por meio de políticas desleais, essa interpretação também considera os FSR como mecanismos neomercantilistas e por tal motivo, seriam recorrentemente vetados pelos países receptores desenvolvidos: *“For developing economies, particularly those whose enterprises must compete with companies from more advanced economies, the state, acting through SWFs, through direct ownership of operating companies, and through regulation, seek to level the playing field”* (GILSON; MILHAUPT, 2008: 2). Logo, os FSR também são entendidos como mecanismos estatais que prejudicam o ajuste das variáveis macroeconômicas. Com o aprofundamento desses desequilíbrios, haveria dois principais riscos colocados pelos FSR: primeiramente, o risco de encorajar o protecionismo ou restrições na conta de capital dos países desenvolvidos sob a justificativa de ameaça à segurança nacional (JOHNSON, 2007); e depois, o risco de gerar bolhas especulativas ao injetar liquidez dentro de outro sistema na ausência de coordenação das políticas monetárias e do estabelecimento de políticas de governança.

A única exceção à instabilidade gerada pelos FSR estaria no caso das políticas fiscais, pois os fundos são considerados como um elemento benéfico no que tange ao nível de poupança e à redução de custos de oportunidade das reservas; entretanto, acreditam que esses benefícios são minimizados pelo potencial significativo de fragmentação do processo orçamentário que os FSR podem ocasionar, já que muitos deles têm uma autoridade independente de gastos, como seria o caso dos Estados geralmente governados por partidos totalitários ou ditadores. Haveria, assim, um prejuízo na alocação de recursos e no gerenciamento do caixa público de forma transparente e eficiente, deixando os países muito mais vulneráveis em relação às potenciais perdas que os fundos podem trazer.

Portanto, quando se analisa o *mix* de políticas econômicas, notam-se os impactos dos FSR especialmente na estabilidade externa, pois o montante dos fluxos afeta a conta capital, além dos preços relativos tanto para os países investidores quanto para receptores (GILSON; MILHAUPT, 2008: 15).

A interpretação neomercantilista, por fim, aponta as políticas necessárias para restaurar o equilíbrio internacional a partir da reversão dos elementos artificiais que garantem esses

superávits dos países em desenvolvimento: uma valorização radical das taxas de câmbio controladas pelos governos e uma liberalização dos preços do petróleo de acordo com os movimentos do mercado. Isso faria, por sua vez, com que “*the incentives for governments and private sectors in the industrial countries could change appreciably*” (MATOO; SUBRAMANIAN, 2008:15), recolocando a competitividade comercial dos países desenvolvidos.

Mas isso não faria com que os FSR recuassem seus investimentos? De fato, segundo essa interpretação, estes fundos vão durar enquanto os superávits em conta corrente dos países em desenvolvimento também durarem, e se tornarão menos importantes quando esses países acumularem déficits, a partir da correção dos desequilíbrios (JOHNSON, 2007). Por outro lado, alguns consideram que com a desvalorização relativa das moedas dos países asiáticos e o retorno dos preços do petróleo ao ponto de equilíbrio, seriam possíveis grandes avanços na liberalização e na estabilidade política desses países detentores de FSR. Isso permitiria que suas aplicações financeiras fossem recebidas de forma mais receptiva pelos países desenvolvidos, e que, inclusive, recebessem grande abertura para investimentos mais atrativos (MATOO; SUBRAMANIAN, 2008:21). Nota-se, portanto, que a interpretação neomercantilista avalia de forma relativa a importância do desenvolvimento dos FSR, embora considere de forma irrevogável que as pré-condições que permitiram seu surgimento são de ordem artificial.

A hipótese do Segundo *Bretton Woods*

Em alguns aspectos, a interpretação do Segundo *Bretton Woods* (DOOLEY *et.al.*, 2003 e 2004; DOOLEY; GARBER, 2005) compartilha dos argumentos da interpretação mercantilista, especialmente no que tange ao papel da manipulação dos preços, seja do câmbio, seja das *commodities*, para garantir a posição superavitária dos países em desenvolvimento. Por outro lado, sua particularidade está justamente na hipótese de que o sistema de *Bretton Woods*¹⁶,

¹⁶ *Bretton Woods*, ou o padrão ouro-dólar, pode ser definido como o sistema monetário e financeiro erigido no pós-guerra e posto em termo na década de 1970. O objetivo desse sistema era o de evitar a integração dos mercados monetários internacionais e manter a autonomia monetária nacional, bem como o comércio internacional, protegendo-o de ações nacionalistas contra a deflação. A hegemonia americana nesse período foi sua base de sustentação, particularmente representada pelo seu poder de senhoriação internacional, por meio do qual a paridade monetária e financeira internacional era denominada em dólar como contrapartida ao ouro, enquanto o ajuste cambial era baseado em um esquema de bandas. Essa paridade, entretanto, apresentava um dilema: ao mesmo tempo em que os gastos internacionais dos Estados Unidos eram necessários para expandir a liquidez internacional e permitir a autonomia das políticas monetárias nacionais, essa oferta deveria ser restrita para evitar a instabilidade do sistema em função da paridade ouro. O mecanismo utilizado para superar essa contradição foi o uso de políticas expansionistas,

erguido a partir da década de 1950 e finalizado unilateralmente pelos Estados Unidos em 1971, não teria sido de fato destruído; pelo contrário, teria sido reorganizado a partir da relação entre Estados Unidos e os países periféricos que se lançaram com estratégias de desenvolvimento similares às adotadas pela Europa e Japão no pós-guerra. Segundo os autores dessa hipótese, o sistema de *Bretton Woods* tinha como principal estrutura a posição de abertura do comércio e das finanças americanas em contrapartida a um relativo protecionismo que permitiu a reconstrução europeia e japonesa a partir de um modelo de desenvolvimento baseado em desvalorizações cambiais e controle de capitais.

A hipótese do Segundo *Bretton Woods* aponta que o atual sistema financeiro internacional adotou novamente um regime de taxas de câmbio fixas que permitiria a divisão do sistema econômico internacional em três grupos de países. Primeiramente, aqueles marcados por uma inserção internacional via conta corrente, em que a força exportadora é desenvolvida por estratégias de imposição de controles aos fluxos de capital e orientada para o acúmulo de reservas como resultado das exportações. Esse seria particularmente o caso da Ásia. Depois, haveria os países marcados por uma inserção via conta capital, com políticas de menor ênfase ao desenvolvimento das exportações e mais voltadas para a atração de capitais internacionais, tendo estruturas econômicas caracterizadas por um alto grau de abertura financeira. Essa seria a inserção da Europa, do Canadá, da Austrália e da maior parte dos países latino-americanos. Finalmente, o aspecto crucial da hipótese está na posição dos Estados Unidos, que teriam um arranjo intermediário a esses dois modos de inserção: pois ao mesmo tempo em que o país não manipula sua taxa de câmbio para se tornar mais competitivo, nem acumula reservas oficiais – características da inserção por conta de capital – também apresenta motivações de crescimento atreladas à formação do capital nacional a partir da poupança externa – característica da inserção por conta corrente. Logo, seria um país de inserção híbrida (DOOLEY *et.al.*, 2003:6).

de ampliação da liquidez internacional denominada em dólar, ao invés do uso de políticas deflacionárias para manter a paridade, o que resultaria em um ajuste recessivo global. Com a impossibilidade de manter os superávits internamente, o caminho para a reciclagem dos dólares foi o euromercado financeiro, para o qual os Estados Unidos exportaram seus bancos para as praças financeiras *off-shore*. Com isso, as reservas dos bancos centrais eram retidas em dólar – e não em ouro – aumentando assim o poder privado dos especuladores contra as reservas governamentais. Essa solução, ao mesmo tempo em que garantiu a expansão do sistema, era também a causa para seus desequilíbrios: pois a expansão da liquidez gerava desconfiança na conversibilidade, colocando em risco a estabilidade cambial. Em outras palavras, o efeito recessivo do ajuste deflacionário esperado em um padrão lastreado no ouro foi substituído por uma grande instabilidade monetária internacional, fazendo com que o dólar vivenciasse sucessivas crises especulativas durante todos os anos de *Bretton Woods*, até a crise terminal em 1971, quando os Estados Unidos abandonaram, unilateralmente, o sistema (EICHENGREEN 1996: 134-5; STRANGE, 1997:68).

A posição intermediária dos Estados Unidos nesse sistema indicaria que as taxas de câmbio fixas e o controle de capitais por parte dos países com inserção via conta corrente apenas são possíveis pela centralidade dos Estados Unidos com a função de variável de ajuste desses superávits. Em outras palavras: os superávits se realizam não apenas em virtude das políticas “mercantilistas” dos países com desenvolvimento puxado pela conta corrente, mas particularmente porque esses superávits apresentam como contrapartida os déficits americanos (DOOLEY *et.al.*, 2004: 7-9). Logo, a principal preocupação dos países exportadores seria fundamentalmente manter a balança superavitária em relação aos Estados Unidos, e para isso, atrelariam suas moedas ao dólar, por regimes de câmbio fixo ou administrado, com o objetivo de estimular ainda mais a força exportadora para o mercado americano. Aliás, as assimetrias de ajuste no sistema cambial atual são consideradas um dos principais elementos de similaridade com o Primeiro *Bretton Woods*, já que as intervenções cambiais seriam um instrumento de política econômica fundamental para a continuidade desse quadro (BORDO; FLANDREAU, 2001).

O circuito se fecha na medida em que esses países superavitários financiam a dívida americana pela denominação de suas reservas em dólares e pela compra de títulos do tesouro americano. Assim, os Estados Unidos apenas teriam que atrair grande parte da denominação dos ativos estrangeiros em sua moeda na proporção dos seus déficits em conta corrente, enquanto a verdadeira preocupação dos países exportadores seria o de alcançar o máximo de exportações para o mercado americano. A sustentação e o financiamento do déficit americano, pois, seriam resultados de uma relação de interdependência entre as economias periféricas superavitárias. Duas circunstâncias manteriam os déficits dos Estados Unidos: primeiramente, porque o impulso exportador dependeria inteiramente da posição americana, e logo, não haveria real interesse desses países em recompor seus portfólios para além dos limites do dólar, mesmo que essa moeda apresentasse uma trajetória negativa; e em segundo lugar, como esses países superavitários rejeitam um modelo de conta capital com base em poupança externa desde a crise financeira e cambial do fim da década de 1990, eles acabariam por aceitar a grande dependência dos Estados Unidos conquanto o modelo de inserção por conta corrente fosse mantido:

“As a trade account region, exporting to the US is Asia’s main concern. Exports mean growth. When their imports do not keep up, the official sectors are happy to buy US securities to finance the shortfall directly,

without regard to the risk/return characteristics of the securities. Their appetite for such investments is, for all practical purposes, unlimited because their growth capacity is far from its limit” (DOOLEY et.al., 2003: 6).

“Asia’s proclivity to hold US assets does not reflect an irrational affinity for the US. Asia would export anywhere if it could and happily finance any resulting imbalances. But the US is open; Europe is not” (DOOLEY et.al., 2003: 9, grifo meu).

Na hipótese do Segundo *Bretton Woods*, portanto, os Estados Unidos seriam agentes passivos dos desequilíbrios: seus déficits crescentes seriam provenientes de um excesso de poupança global; em outras palavras, a responsabilidade para a situação deficitária americana estaria nas políticas de desenvolvimento via conta corrente dos países em desenvolvimento (BERNANKE, 2005; DOOLEY; GARBER, 2005). Mas ao mesmo tempo, os países exportadores asiáticos de manufaturas e os países exportadores de *commodities* energéticas, particularmente do Oriente Médio, estariam dependentes dos mercados denominados em dólares, e em última instância, dos Estados Unidos, como única opção de reciclar suas reservas internacionais. Mesmo em um processo de desvalorização da moeda americana, a dependência das exportações com os Estados Unidos faria com que a estratégia mais vantajosa ainda fosse ter reservas denominadas em dólar já que esse país seria o único mercado capaz de absorver seus superávits: *“but trade account countries will resist appreciation. They will cumulate even more low-yielding US securities”* (DOOLEY et.al., 2003: 8). Por isso que o último elemento central nessa hipótese é o controle estatal das reservas internacionais, a partir do qual os FSR seriam um desdobramento. Pois apenas os bancos centrais desses países poderiam determinar a denominação de seus recursos em dólar mesmo em períodos de desvalorização da moeda, o que não ocorreria caso essas reservas estivessem sob o controle de agentes privados.

Aspectos problemáticos do argumento mercantilista e da hipótese do Segundo *Bretton Woods*

Certos aspectos problemáticos das interpretações apresentadas anteriormente podem ser destacados a partir de duas interpretações estruturais: uma acerca da nova divisão internacional

do trabalho, que configuraria um caráter estrutural para os superávits dos países exportadores de não-*commodities*; e outra acerca da nova dinâmica da demanda por *commodities* energéticas a partir da década de 1970, que garantiriam uma posição praticamente estrutural aos superávits desses países.

De fato, os países asiáticos e os países exportadores de *commodities* energéticas se utilizam, com maior ou menor ênfase, de políticas como controle dos preços, intervenções cambiais, controles de capital, e até mesmo barreiras internacionais e outras práticas de comércio consideradas desleais, como aponta o argumento neomercantilista. Por outro lado, uma primeira crítica que se pode fazer a essa interpretação é a visão pejorativa do que se entende por competitividade. A proposição de um “dever-ser” inquestionável das práticas de liberalização do comércio e dos fluxos de capitais, sem pensar nos desafios do desenvolvimento dos países periféricos é problemática na medida em que é amplamente sabido que os próprios países centrais apenas conseguiram se desenvolver a partir de barreiras tarifárias dentre outras políticas de proteção da indústria nascente, e que as condições para o desenvolvimento periférico exigiram os mesmos mecanismos (CHANG, 2004:115-16).

Há também o problema da questão da distorção do comércio em virtude dos desequilíbrios entre as taxas de câmbio. Esse argumento pressupõe que, caso fosse o restaurado equilíbrio entre as moedas, consequentemente a força exportadora dos países superavitários seria revertida. Tal afirmação pode até ser verdade para os superávits de alguns países latino-americanos, por exemplo, que estão atrelados a ciclos favoráveis¹⁷, mas para o caso do Leste Asiático, é inegável que esses países passaram por uma alteração da sua posição na divisão internacional do trabalho. Já para os países exportadores de *commodities*, é possível notar que a partir da década de 1970 o aumento da demanda por petróleo e por outras *commodities* energéticas puxado especialmente pelos novos países industrializados asiáticos traduziu-se em um aumento estrutural dos preços do petróleo, tornando, de certa forma, também esses superávits estruturais. Mais que uma política neomercantilista, esses países – sobretudo os asiáticos – estão orientados, desde o fim da década de 1990, a proteger-se das oscilações da globalização financeira. O objetivo é o de fortalecer os mecanismos institucionais que evitem a

¹⁷ As exportações e, portanto, a posição superavitária, da América Latina, é extremamente dependente de ciclos externos favoráveis, como por exemplo, mudanças positivas nos preços externos ou então puxada pela demanda de países específicos (como os Estados Unidos, e mais recentemente, a China). Essa dependência de ciclos externos da região está atrelada especialmente à trajetória incompleta de sua tentativa de industrialização na segunda metade do século XX (Cf. OCAMPO, 2007).

vulnerabilidade diante das crises, sem, entretanto, reverter o processo de globalização. Assim, ao invés dos motivos conjunturais utilizados na explicação neomercantilista, é fundamental investigar os motivos estruturais para o acúmulo de reservas como pré-condição para o surgimento dos FSR.

Em relação à hipótese do Segundo *Bretton Woods* também é possível indicar alguns aspectos problemáticos. Apesar de considerar o papel fundamental das periferias, bem como descrever o modo como elas afetam a nova configuração da economia política internacional (DOOLEY *et.al.*, 2003: 5), tal consideração é feita no sentido de uma ênfase excessiva na dependência desses países do mercado americano, o que resulta, conseqüentemente, em uma desconsideração excessiva da fragilidade da conta corrente dos Estados Unidos, que apresentam caminhos cada vez mais estreitos de ampliação de seus déficits (EICHENGREEN, 2004; ROUBINI; SETSER, 2005). Logo, os autores da hipótese do Segundo *Bretton Woods* sobrevalorizam a sustentação do financiamento global dos déficits americanos a partir da denominação das reservas em títulos do tesouro americano. Eles desconsideram que a trajetória oscilante do dólar, com tendência à desvalorização, é um componente importante para que os países superavitários busquem uma diversificação relativa das suas reservas para outros investimentos com rentabilidade maior, como é o caso dos FSR.

Por fim, é possível criticar as aproximações estabelecidas entre *Bretton Woods* e a configuração contemporânea da economia política internacional, pois há graves divergências entre a estrutura atual e aquela articulada na década de 1950. A primeira diferença é a própria relação entre Estados e mercados: enquanto em *Bretton Woods* os Estados preservavam grande margem de manejo dos instrumentos de política econômica, atualmente suas capacidades são profundamente mais assimétricas, especialmente em virtude da orientação liberalizante da nova ordem. E depois, a própria posição dos Estados Unidos nesse sistema, apesar de central, é radicalmente diferente: se antes esse país tinha uma posição superavitária, seu atual papel deficitário impõe fragilidades tanto para esse país quanto para o sistema monetário e financeiro internacional.

Esses aspectos de crítica serão tratados a seguir a partir da proposição de que há uma nova configuração da economia política internacional em que os superávits dos países asiáticos, bem como dos países exportadores de petróleo, são entendidos como fruto de um rearranjo das posições dos países na divisão internacional do trabalho. Isso indica que novas relações entre os

países desenvolvidos e os países em desenvolvimento são concebidas e são justamente essas novas relações que estão inscritas no surgimento e desenvolvimento dos FSR.

Globalização produtiva: a nova divisão internacional do trabalho

Os superávits em conta corrente apresentados pelas economias asiáticas, a despeito de suas moedas desvalorizadas, são relativamente menos afetados pelas reduções no crescimento mundial e até mesmo pela apreciação das taxas de câmbio. Seja a economia japonesa, cuja apreciação cambial na década de 1980 não eliminou os superávits comerciais¹⁸, seja a economia chinesa, cujas valorizações controladas não culminaram em uma reversão proporcional dos superávits comerciais, há significativas evidências de que as taxas de câmbio desvalorizadas dos países asiáticos não seriam a única causa de sua competitividade, como proposto pelo argumento neomercantilista. Esse argumento apenas pode ser considerado adequado em uma situação, a saber, estimular o acúmulo de reservas com o objetivo de estabilização. Esse objetivo pode ser alcançado, por exemplo, em momentos de *booms* exportadores¹⁹, podendo causar efeitos domésticos indesejáveis, como inflação e apreciação do câmbio, sendo possível então intervir nos mercados cambiais para canalizar os superávits ou para fundos de estabilização ou para os bancos centrais; mas também em momentos de desaceleração, como por exemplo, manipulando as taxas de câmbio para sustentar as exportações mesmo com a reversão do ciclo. Com exceção a esse caso de estabilização, de caráter meramente conjuntural, as taxas de câmbio desvalorizadas não podem ser adotadas como uma explicação estrutural para o acúmulo de reservas dos países asiáticos, uma vez que a desvalorização se configuraria mais como uma espécie de controle necessário para evitar consequências negativas à economia doméstica. Logo, os superávits desses

¹⁸ Devido ao seu elevado superávit comercial e em transações correntes, o Japão configura-se como um pólo deflacionista na economia mundial. Desde o estouro da bolha especulativa e do colapso financeiro japonês em 1991, as explicações para seu baixo crescimento atual remetem ao acúmulo de prejuízos financeiros dos grandes bancos e corporações imobiliárias japonesas com elevada relação entre dívidas e ativos; e seus efeitos sobre a redução do crédito, o que mitiga o investimento e o crescimento econômico. Simultaneamente, mesmo com o fim das crises financeiras que impediram seu crescimento na década de 1990, o Japão se recusa a realizar uma política fiscal e monetária expansiva que estimule os investimentos privados. Isso explicaria, por exemplo, a resistência da China em realizar uma valorização abrupta do Yuan, e preferir um mecanismo de valorizações controladas (Cf. MEDEIROS, 2004).

¹⁹ Há que se diferenciar dois tipos de ciclos econômicos: um refere-se a alterações nas exportações em virtude de ciclos globais ou de ciclos entre parceiros comerciais; e outro, mais significativo na América Latina, que como já foi mencionado em notas anteriores, refere-se a ciclos que dependem dos preços internacionais, particularmente de *commodities*, que podem ser de curto ou longo prazo, de choques persistentes ou aleatórios (Cf. GRIFFITH-JONES; OCAMPO, 2008: 20).

países devem ser entendidos como o resultado de uma mudança estrutural na divisão internacional do trabalho.

A contínua exortação de certos estudiosos da necessidade do equilíbrio no balanço de pagamentos mundial revela a incompreensão da frágil, mas real, redefinição da divisão internacional do trabalho contemporânea. Isso porque, no bojo da retomada da hegemonia americana na década de 1980 (TAVARES, 1997), consolidou-se um claro processo de globalização produtiva, caracterizado pela transferência das estruturas produtivas para os países periféricos, particularmente dos Estados Unidos para a Ásia. Tal mudança está particularmente atrelada ao seguinte movimento:

“A metástase do sistema empresarial da tríade desenvolvida – particularmente dos Estados Unidos e do Japão – promoveu a ampliação e o redirecionamento dos fluxos de comércio. O comércio intra-firmas, já dominante no pós-guerra, ganhou a companhia do *global sourcing*, fenômeno que está presente nas estratégias de ‘deslocalização’ do investimento manufatureiro ao longo da década de 90, em benefício das economias asiáticas (a China, em particular)” (BELLUZZO, 2009 b: 209).

A Ásia converteu-se então no principal espaço de investimento externo direto e difusão de tecnologias pelo deslocamento das grandes empresas transnacionais capitalistas para esta região. Nesse momento, realmente as políticas econômicas restritivas dos Estados Unidos, principalmente do governo Reagan, foram fonte de grande dinamismo econômico para a Ásia, e enquanto os Estados Unidos mantinham a diplomacia do dólar forte, países como Japão, Coreia e Taiwan puderam ampliar seus superávits comerciais, como bem enfatiza a interpretação do Segundo *Bretton Woods*. Entretanto, houve a reversão dessa política americana a partir dos acordos de Plaza em 1985 e do Louvre em 1987, em que o primeiro articulou uma desvalorização controlada do dólar, e o segundo, a contenção controlada do excesso de dólar na economia internacional, fazendo com que os países asiáticos arcassem com a valorização de suas moedas. O Japão certamente foi o país mais afetado por tal valorização forçada do yen, processo esse conhecido como *endaka*, e que afetou significativamente suas exportações para a área americana, sem contar os prejuízos financeiros dos bancos, seguradoras e corretoras que denominavam seus ativos em dólar (BELLUZZO, 2005:228).

Primeiramente, isso causou, logo na década de 1990, um deslocamento das indústrias japonesas para os demais países da região como forma de compensar as perdas financeiras (TAVARES; BELLUZZO, 2004). Por sua vez, a China, já com sua moeda desvalorizada, colhia os resultados de uma agressiva estratégia exportadora, da forte intervenção estatal na agricultura familiar, na infra-estrutura e nas empresas públicas, para constituir grandes conglomerados industriais. Mas certamente o elemento crucial dessa estratégia, mais do que as políticas “mercantilistas”, foi o estabelecimento de um ambiente aberto para a realização de amplos investimentos externos diretos (IED) oriundos da internacionalização das grandes empresas capitalistas. Essa particularidade da estratégia chinesa voltada para a abertura de IED explica em grande parte o crescimento da competitividade do país não apenas em mercados menos qualificados, mas também em setores de tecnologia mais avançada, ampliado pela criação de redes de interdependência produtiva com os demais países asiáticos. A construção dessa rede de interdependência ocorreu por meio do deslocamento de etapas da produção menos qualificadas, geralmente voltadas para os setores de peças e componentes, que são por sua vez complementares à produção chinesa e que atendem às demandas de suas importações (MEDEIROS, 2006). Esse movimento ocorreu particularmente a partir de *joint-ventures* com empresas coreanas, japonesas e taiwanesas, o que elevou as taxas de acumulação e a incorporação de novas tecnologias, que são fundamentais para o fôlego exportador asiático. Desse modo, nota-se que a estratégia não se resume às políticas de caráter “neomercantilista”, mas está atrelada especialmente ao processo de globalização produtiva.

Nesse sentido, a força exportadora asiática, sobretudo chinesa, certamente se beneficiou do ciclo de expansão americano a partir da década de 1990, na medida em que os Estados Unidos se configuram como um importante investidor e demandante das exportações asiáticas, como é bem frisado pela hipótese do Segundo *Bretton Woods*. Entretanto, “esse movimento de transnacionalização do espaço asiático, particularmente da China, é, ao mesmo tempo, uma mudança de escala no processo de deslocamento estrutura manufatureira americana para o resto do mundo” (BELLUZZO, 2005: 229). Isso significa que, ao contrário da hipótese sustenta por Dooley *et.al.* (2003; 2004) e Bernanke (2005), os Estados Unidos não estariam em uma posição central no mesmo sentido de sua posição em *Bretton Woods*: enquanto no século XX o país era o credor mundial com moeda forte, no século XXI o país está em posição de devedor mundial com uma moeda fraca, enquanto o dinheiro do mundo está sob a forma de reservas denominadas em

geral em dólar, e controladas de forma massiva pelos bancos centrais dos países em desenvolvimento.

O fortalecimento da posição dos Estados Unidos no sistema capitalista no século XX ocorreu em virtude do desenvolvimento da grande corporação americana, por meio da centralização do capital monopolizado e protegido pelo Estado nacional, e que se desdobraria, em um momento posterior, na transnacionalização do grande capital. A partir dessa estratégia, por pelo menos setenta e cinco anos (desde pelo menos meados da década de 1890) os Estados Unidos apresentaram uma conta corrente positiva, mesmo em períodos de grande instabilidade como o choque dos preços do petróleo na década de 1970, em que o déficit foi bastante controlado (MORRIS, 2009: 136). Mas é a partir da década de 1980 que sua força exportadora se deteriora significativamente, em um processo de déficits gêmeos sem qualquer reversão significativa até nos dias atuais, justamente em virtude da globalização produtiva²⁰.

Embora para a interpretação do Segundo *Bretton Woods* essa diferença não seja de todo significativa, já que o financiamento dos déficits americanos é feita pelos superávits do restante do mundo, é impossível negar como tal alteração da posição dos Estados Unidos na divisão internacional do trabalho coloca contradições agudas nesse sistema, questionando assim sua sustentabilidade. Para a leitura do Segundo *Bretton Woods*, “*in spite of the growing US deficits, this system has been stable and sustainable*” (DOOLEY *et.al.*, 2003:8). Mas não se pode deixar de notar que as sucessivas crises do dólar desde 1980 possuem como origem estrutural os questionamentos recorrentes a esta deterioração da posição americana na divisão internacional do trabalho. Enquanto o sistema de *Bretton Woods* tinha como fundamento estrutural a dominância produtiva dos Estados Unidos no imediato pós-guerra, foi possível conciliar um aumento da

²⁰ Outros elementos demonstram essa alteração da posição dos Estados Unidos na divisão internacional do trabalho. Em primeiro lugar, podemos destacar a redução drástica da participação da indústria manufatureira no PIB e na taxa de empregos, para além de uma possível queda explicada por ganhos de produtividade dessa atividade econômica, que não foi verificada. Depois, a importação de insumos e de bens de capital utilizados pela indústria aumentou de 12,4% em 1987 para 22,1% em 2002 (BURKE *et.al.*, 2004:7), sendo os ramos de produtos eletrônicos, informática, vestuário, veículos motorizados, equipamentos elétricos e componentes aqueles que mais demandam maiores insumos importados. Coincidentemente, são esses os setores que mais reduziram os postos de trabalho nos Estados Unidos. Além disso, o crescimento significativo das importações de bens de consumo e de capital demonstra uma plena alteração da atividade industrial nos Estados Unidos. Por fim, o enfraquecimento profundo dos superávits em transações correntes americanos foi compensado conjuntamente com uma política de gastos que aumentou o déficit público para conter a redução potencial da renda interna. O déficit público foi remetido principalmente para o complexo militar industrial e para o financiamento da posição do dólar, enquanto a demanda interna era atendida por importações. Dadas essas condições, os superávits americanos apenas apresentam pequenas melhoras justamente em momentos de desvalorização significativa do dólar.

liquidez internacional atrelada ao dólar pela reciclagem dos superávits a partir da exportação dos capitais privados (via IED) e transferências governamentais; a saída de capitais dos Estados Unidos era equilibrada justamente com o seu superávit em transações correntes. Em trinta anos, porém, a estratégia de reciclagem dos seus superávits via IED culminou em perda de sua expressividade produtiva: em um primeiro momento, a partir da recuperação europeia, e em um segundo momento, pelo deslocamento industrial das transnacionais americanas para a Ásia.

Dada as características estruturais dos superávits asiáticos, em contrapartida aos déficits estruturais americanos, é evidente que a posição destes últimos, mesmo em uma situação de predominância no sistema internacional, é relativamente mais frágil que a posição asiática da perspectiva das transformações produtivas ocorridas nessa região nas últimas décadas, ademais do seu alto nível de poupança. Embora a interrupção drástica dos ciclos expansivos de liquidez americanos levaria a uma óbvia queda das exportações dessa região, isso não significava necessariamente a quebra do modelo exportador asiático, pelo contrário: sua força já permite que os países da região, sobretudo a China, possam buscar maior diversificação dos seus mercados exportadores, bem como da denominação de suas reservas. Isso significa que os defensores da hipótese do Segundo *Bretton Woods* atenuam as claras fragilidades dos Estados Unidos ao minimizar os possíveis instrumentos de diversificação que os países superavitários podem operar, exagerando a dependência desses países em relação aos Estados Unidos, como se eles não tivessem outra alternativa senão o dólar. Um exemplo desses instrumentos de diversificação pode ser notado pelo fato de que metade das exportações da China não é destinada para os EUA, Europa e Japão, e sim, para outros países asiáticos, para o Oriente Médio e para a América Latina: a participação americana nas exportações chinesas corresponde a 20% (MORRIS, 2009:141). É sob esse mesmo aspecto que os FSR podem ser entendidos como importantes instrumentos de diversificação face à fragilidade da posição do dólar, e consequentemente, dos déficits americanos, como será visto mais adiante.

Da parte dos Estados Unidos, o poder de senhoriagem sobre a moeda internacional, minimiza, mas não supera, as dificuldades oriundas da deterioração da sua posição na divisão internacional do trabalho. Em última instância, isso significa que o poder de senhoriagem americano agora repousa em uma situação muito mais instável, já que depende das decisões políticas dos países superavitários para financiar seus déficits. E de fato, o único elemento que garante a denominação em dólar dos ativos é a manipulação das taxas de juros americanas, mas

essa não deixa de ser uma saída que reforça a posição deficitária americana e aumenta o preço dos bens importados (CUNHA; PRATES, 2006: 8; MORRIS, 2009:134; 137).

Os superávits estruturais dos países exportadores de commodities energéticas não-substituíveis

Diferentemente das economias asiáticas, que estão em uma posição de superávits estruturais como resultado das exportações de não-*commodities*, os países cujos superávits são provenientes da exportação de recursos naturais finitos acumulam suas reservas segundo uma condição distinta. Para muitos desses países, os determinantes do crescimento estão condicionados, no limite, à decisão de explorar ou não os recursos naturais estratégicos no presente a depender de sua dinâmica de preços e perspectiva de ganhos futuros. Isso porque, quando não apenas os superávits, mas praticamente metade do PIB, são provenientes de um único recurso natural não-renovável, a esses países se impõe a necessidade de efetivar uma estratégia de desenvolvimento que consiga conciliar a exploração eficiente do recurso natural com certa diversificação econômica para se evitar uma especialização perversa ou até mesmo a doença holandesa.

Tabela 4: Contribuição das receitas do petróleo para o PIB dos países exportadores e para o PIB mundial²¹

Ano	Porcentagem do PIB dos países exportadores	Porcentagem do PIB mundial
1973-76	48%	1.5%
1978-81	31%	1.4%
2002-05	40%	1.0%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de NSOULI, 2006: 3.

²¹ Os valores do PIB são relativos ao primeiro ano de cada período. Os dados também excluem a contribuição do Casaquistão, pois não são disponíveis nenhuma dessas estatísticas sobre esse país.

Como é possível notar na Tabela 4 apresentada anteriormente, as receitas do petróleo oriundas dos países exportadores cresceram enormemente, de um montante de US\$ 262 bilhões em 2002 para aproximadamente US\$ 614 bilhões em 2005 (NSOULI, 2006: 3). Esse valor, embora represente uma porcentagem pequena do PIB mundial (1%), para esses países trata-se de uma fonte fundamental para o dinamismo de seu PIB, o que correspondeu a um valor adicionado de 40% entre os anos de 2002 a 2005.

Na exploração do recurso abundante, os países devem buscar diferentes alternativas que evitem a seguinte situação hipotética: ou apostar na exploração intensa do recurso, garantindo uma renda presente com o aumento das exportações, mas correndo o risco de que, em poucos anos, o principal motor da economia se esgote; ou optar por uma exploração paulatina e controlada do recurso, que possa garantir a continuidade da atividade no longo prazo, mas que implicaria, no curto prazo, em uma menor renda para dinamizar toda a economia. Isso porque a exploração paulatina reduz os ganhos de uma exploração em larga escala, podendo gerar custos que deprimem ainda mais os retornos da atividade na carência de investimentos líquidos na economia doméstica. Logo, para que possa haver mais opções além desse dilema hipotético, de forma geral, os países exportadores de *commodities* energéticas, especialmente de petróleo, se utilizam de instrumentos para transformar sua riqueza natural não-líquida em formas mais líquidas.

Três meios para transformar a riqueza não-líquida em líquida foram tentados particularmente a partir da década de 1970. O primeiro consiste na diversificação dos investimentos a partir do uso das receitas tanto para consumo interno quanto para investimentos em infra-estrutura e outras atividades econômicas. O objetivo seria então o de reduzir, no longo prazo, a dependência da atividade exportadora do petróleo a partir do uso planejado de suas receitas. A política de “Semear o Petróleo” na Venezuela na década de 1970, que decidiu investir em distintos setores; as políticas de uso das receitas do cobre para atividades industriais no Chile, especialmente da indústria de defesa, a partir da “Lei do Cobre”; e também as políticas dos países da área do Golfo, que buscaram a diversificação em serviços financeiros ou turismo; todas essas iniciativas podem ser entendidas como respostas a esse dilema colocado aos países dependentes de exportação de recursos naturais não-renováveis (GRIFFITH-JONES; OCAMPO, 2008:18). Mas a despeito das políticas de diversificação desses países a partir de investimento interno, os baixos retornos e a dificuldade de concorrer com a principal atividade exportadora tornam a

questão mais complexa. Isso porque o uso das receitas da exportação dos recursos naturais para investimento interno aprecia o câmbio e torna a atividade exportadora de petróleo ainda mais lucrativa, particularmente na ausência de economias de escala e de demanda efetiva. É assim que a problemática da “doença holandesa” é colocada para esses países.

Uma segunda estratégia para esse dilema consiste na alocação das receitas sob a forma de reservas internacionais e outros ativos financeiros denominados em moeda estrangeira. Essa foi uma opção mais largamente adotada visto que, enquanto a economia depende de forma quase exclusiva da exportação do recurso, pode ser interessante acumular reservas concomitantemente a uma estratégia de ampliação ou contenção de sua exploração a depender da perspectiva de valorização do preço do recurso natural, a qual é determinante para a rentabilidade da atividade. Por ser um recurso fundamental para a atividade produtiva global sob moldes fordistas, muitas vezes mantê-lo escasso a partir da manipulação da oferta – limitando a exploração e a produção com o objetivo de pressionar um aumento nos preços – pode se apresentar como uma estratégia mais lucrativa do que o aumento da exploração e exportação do recurso. Nesse sentido, forçar um choque de preços pode ser considerado a terceira forma de ampliar as receitas das *commodities* energéticas.

De fato, a posição estratégica alcançada pelo petróleo a partir da segunda metade do século XX, se tornando a principal matriz energética global, permitiu que os países exportadores de petróleo conseguissem engendrar uma política de manipulação dos preços; a criação da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), em 1960, e os subsequentes choques do petróleo em 1971 e 1973 são exemplos dessa estratégia. Isso permitiu um acúmulo de receitas tal por parte desses países que desde a década de 1960 a reciclagem de petrodólares se tornou um elemento crucial para a manutenção da liquidez internacional. Aliás, se for possível demarcar uma origem histórica para os FSR, certamente estes estão relacionados a tal processo de reciclagem²². Esse é um movimento verificado definitivamente na década de 1970, a partir da crescente integração dos mercados de crédito internacionais concentrados no euromercado. A reciclagem consiste no refluxo dos superávits petrolíferos para o resto do mundo sob duas

²² É possível afirmar que ativos financeiros estatais, embora ainda não houvessem sido intitulados como fundos soberanos de riqueza, existem desde 1950. Os fundos do Kuwait, em 1953, e do Kiribati, em 1956, podem ser classificados como os pioneiros no gerenciamento de suas reservas internacionais a partir da compra e venda de ativos no mercado financeiro (KIMMIT, 2008). A prática ganhou proeminência a partir da década de 1970, período no qual os países exportadores de petróleo do Oriente Médio passaram a investi-las no mercado financeiro, especialmente devido à suas posições superavitárias e a partir do acúmulo dessas reservas. Esse ponto será desenvolvido no capítulo 2.

formas. Uma é a de absorção via conta corrente, pelo o aumento das importações de bens e serviços como resultado da ampliação do consumo e dos investimentos domésticos. Outra forma é por meio da conta capital: os petrodólares refluem para o restante do mundo via fluxos de capital, sob a forma de ativos denominados em moeda estrangeira (títulos e ações) depositados em bancos estrangeiros (NSOULI, 2006: 2).

Dada essa capacidade de dinamizar tanto a conta corrente quanto a conta capital dos países importadores de petróleo, associada aos impactos domésticos desses superávits, é compreensível a centralidade da política de manipulação de preços dessa *commodity*. Aliás, um fator decisivo para manipulação de preços por parte países exportadores de petróleo foi a trajetória do dólar, moeda na qual os preços do petróleo são denominados. Para além das causas políticas específicas que conduziram os dois choques do petróleo, em 1973 e 1979, um dos fatores relevantes que devem ser considerados na explicação desses episódios é a dinâmica do dólar, caracterizada por sucessivas desvalorizações durante esse período (e remediadas apenas com o choque dos juros em 1979)²³ (STRANGE, 1997:50). Os choques podem ser entendidos, pois, como uma reação defensiva às perdas dos exportadores dessa *commodity* cotada em dólar a cada movimento especulativo contra a moeda americana. A posição superavitária em dólar garantida após o choque de preços, em contrapartida com a necessidade de proteger-se de possíveis ataques a essa moeda que resultavam em um potencial de perdas no valor das reservas, ajudam a explicar, inclusive, o surgimento dos primeiros FSR que visavam reciclar os petrodólares.

Em sequência ao período de instabilidade oriundo dos choques de preços de 1973 e 1979, é possível afirmar que com a reentrada desses petrodólares no euromercado houve maior injeção

²³ A Guerra de Yom Kippur é apontada como uma das causas para o primeiro choque do petróleo: em outubro de 1973, Israel foi atacado pelo Egito e pela Síria em virtude da disputa entre judeus e árabes pelos territórios da Palestina. O apoio dos Estados Unidos a Israel, que o auxiliou com o fornecimento de aviões de carga e outros suprimentos militares, resultou em uma retaliação dos produtores de petróleo árabes com um embargo à exportação do petróleo, aumento os preços. Já a revolução iraniana, com a deposição do Xá Reza Pahlevi e a ascensão dos xiitas na figura do aiatolá Khomeini, e a guerra entre Irã e Iraque no final da década de 1970, são as explicações mais gerais para o segundo choque em 1979. Entretanto, há interpretações de caráter distinto: alguns autores enfatizam que o choque dos preços consistiu em uma manobra dos EUA para prejudicar os concorrentes, sobretudo a Europa Ocidental e o Japão, que eram altamente dependentes das exportações de petróleo; e com isso, ampliar a margem de manobra de reciclagem dos petrodólares pelos bancos privados americanos: “O governo Nixon estava planejando fazer com que a OPEP aumentasse bastante o preço do petróleo durante dois anos inteiros, e logo no início de 1972 o governo Nixon pretendia que os bancos privados americanos reciclassem os petrodólares quando a OPEP finalmente aceitou o conselho dos Estados Unidos e aumentou o preço do petróleo” (GOWAN, 2003: 47). Para uma análise mais aprofundada desta interpretação alternativa, Cf. TERZIAN, 1985; e KUBURI; MANSUR, 1994.

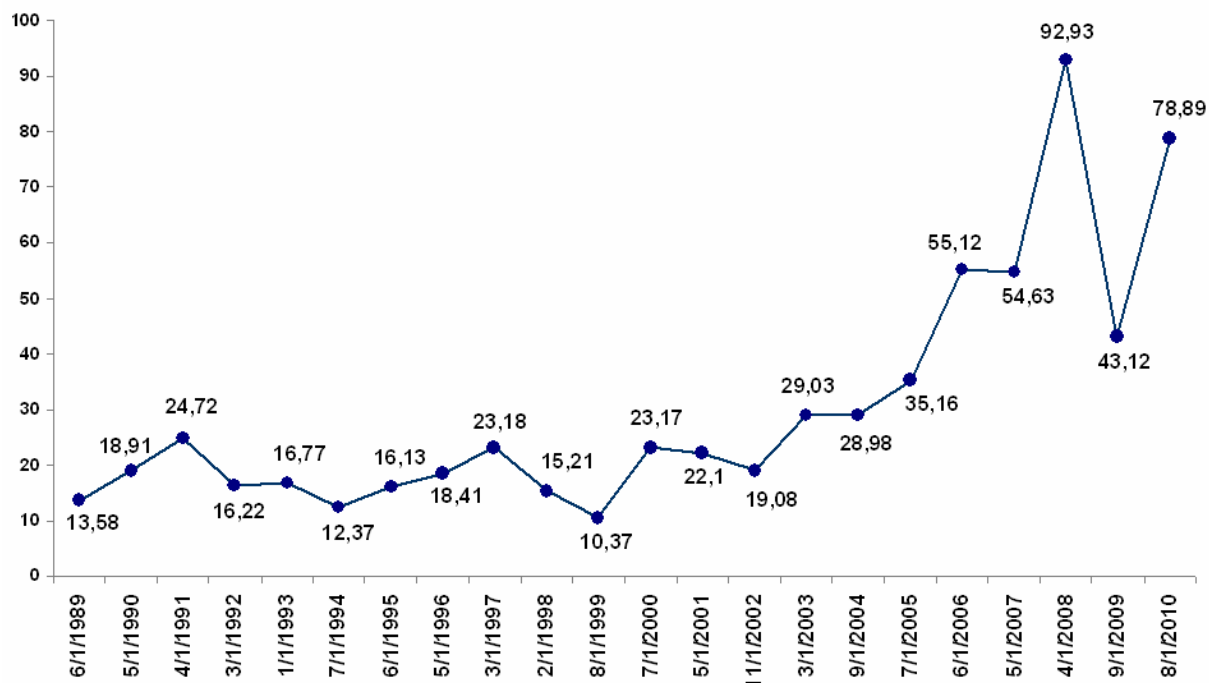
de liquidez ao sistema. Isso permitiu, em consequência, tanto uma expansão dos negócios financeiros internacionais de forma altamente lucrativa na década de 1970, quanto uma maior liquidez para financiamento dos déficits dos países em desenvolvimento nas crises que se seguem na década de 1980. Nesse período, os países exportadores de petróleo emprestaram parte das suas reservas oficiais para que o FMI pudesse realizar a reciclagem dos petrodólares via financiamento dos desequilíbrios em balanços de pagamento dos países não-exportadores de petróleo (BLOCK, 1977:210).

Mas para além dessa dinâmica de preços, é necessário ressaltar outro fator extremamente relevante, a saber, o papel central que as *commodities* energéticas, sobretudo o petróleo, desempenharão no século XXI, o que reflete em sua dinâmica de preços. Uma particularidade desse período é a de que a despeito do aumento dos preços do petróleo a partir do ano 2000, que triplicou nesse período, não foram alcançados os patamares dos choques da década de 1970 (BAHGAT, 2008: 1192; SEZNEC, 2008:100). Por outro lado, uma análise mais detida dos preços do petróleo desde o período dos choques aponta que as tendências de seu aumento são fortes e sustentáveis a um relativo longo prazo: eles seguem em um caminho crescente nos últimos anos – o maior período de aumento dos preços desde 1986; e mesmo que os preços caiam nos próximos anos, calcula-se que eles não terão um piso menor do que US\$ 20 ou US\$ 30 dólares o barril, como pode ser notado no Gráfico 15 a seguir (BRITISH PETROLEUM, 2008:1).

Essa trajetória dos preços deve perdurar não simplesmente devido a uma postura defensiva dos países exportadores de petróleo por meio de monopólios e manipulação dos preços. Em outras palavras, não faz parte simplesmente de uma política deliberada de controle da oferta e dos preços por parte dos países exportadores como nas três décadas anteriores. Pelo contrário, os preços estão sendo puxados de forma significativa pela demand mundial, não apenas dos países desenvolvidos, mas agora também dos países em desenvolvimento, sobretudo do Leste Asiático, e que se reforça a partir da preocupação crescente dos países importadores com a restrição de oferta futura²⁴.

²⁴ O debate sobre o “novo imperialismo americano”, e as ofensivas militares em geral, não apenas por parte dos EUA, mas também de outras grandes potências como a União Europeia, a Rússia e a própria China, demonstram que o controle militar direto dos recursos estratégico, ainda é um objetivo ainda bastante visado para garantir o acesso barato ao petróleo e outros recursos estratégicos, embora tais ofensivas geralmente tenham um impacto de elevação dos preços. Cf. HARVEY, 2004; GOWAN, 2003; MANN, 2003.

Gráfico 15: Trajetória do preço real do petróleo cru (em US\$ constantes, por barril)²⁵



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION (EIA), 2010.

Isso significa que os superávits dos países exportadores de petróleo se tornam cada vez mais estruturais devido ao fator demanda e menos atrelados a choques por parte dos países ofertantes:

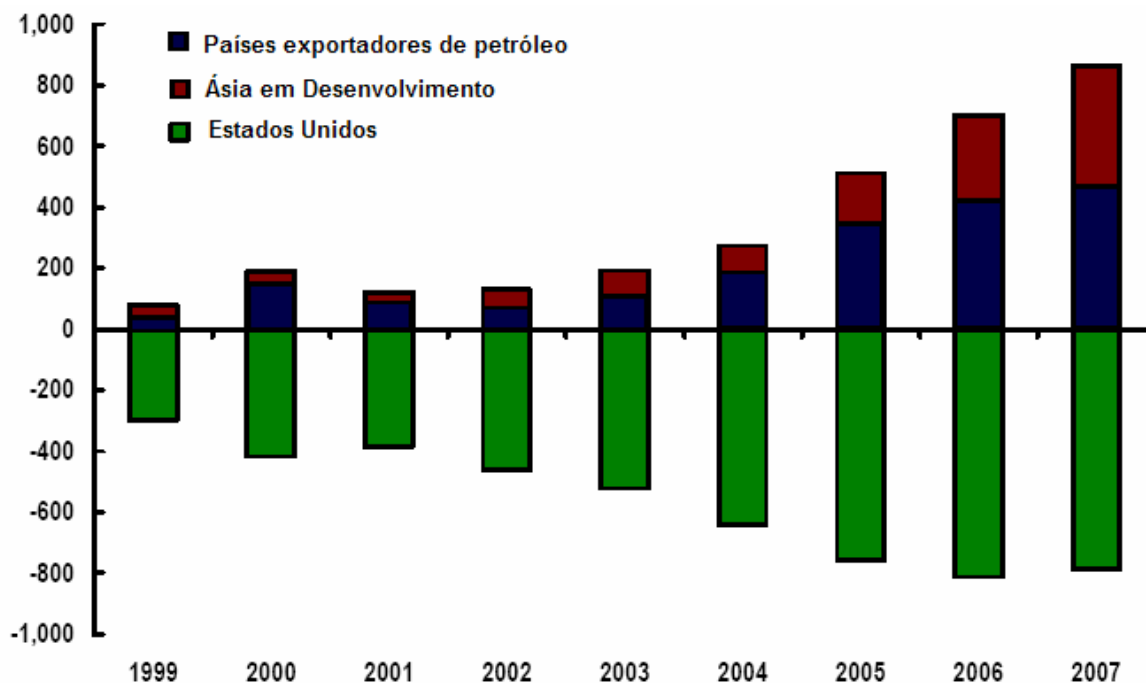
“A rápida industrialização da China e dos países do Sudeste Asiático está deslocando importante fração da demanda global para os produtores de matérias-primas e alimentos (...) O bloco industrializado da Ásia, sobretudo a China, funciona como uma engrenagem de transmissão entre a demanda gerada nos Estados Unidos e a oferta das economias ‘exportadoras de recursos naturais’ (BELLUZZO, 2009 b: 209, grifo meu).

De fato, os países exportadores de petróleo não possuem uma posição estrutural no que tange à exportação de bens de consumos manufaturados para os países centrais como é o caso da Ásia. Mas a reciclagem das receitas do petróleo se tornou um problema crucial, não apenas para determinar o desenvolvimento econômico desses países exportadores, mas também para

²⁵ A trajetória corresponde aos preços semanais do preço FOB do petróleo cru estimado pelo volume exportado.

compreender a dinâmica contemporânea da economia política internacional. A reciclagem estrutural dos petrodólares, a partir da manutenção dos superávits do petróleo, aponta para uma inversão fundamental nos fluxos de capital, transferindo-os dos países que consomem petróleo para os países que exportam petróleo, devido justamente à nova configuração de divisão internacional do trabalho. Obviamente que os superávits em conta corrente dos países exportadores de petróleo e outra *commodities* energéticas não são tão expressivos quanto os dos asiáticos, mas o aumento progressivo dos seus preços acabou resultando em uma configuração relativamente estrutural desses mesmos superávits em virtude da demanda crescente desses produtos.

Gráfico 16: Contrapartida dos superávits dos países exportadores de petróleo e dos países asiáticos nos déficits americanos (US\$ bilhões)



Fonte: ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 9

Assim, os países exportadores de *commodities* energéticas passaram não apenas a financiar os déficits americanos via reciclagem de petrodólares, mas especialmente a garantir os recursos fundamentais para a continuidade da punjança industrial exportadora asiática. Os países

exportadores de petróleo são responsáveis não apenas por uma parcela significativa dos déficits dos Estados Unidos, como pode ser notado no Gráfico 16 apresentado anteriormente, mas também dos déficits da Ásia como um todo. Isso aponta, finalmente, para a própria diversificação dos países exportadores de petróleo em relação aos Estados Unidos; embora tanto o preço dessa *commodity* quanto seus superávits sejam denominados em dólar, o que se nota é que os maiores importadores desse produto não são apenas os Estados Unidos. A Rússia, por exemplo, tem seu fluxo de comércio predominantemente com a Europa, enquanto os países do Oriente Médio têm os países asiáticos como principais parceiros comerciais (MORRIS, 2009:141).

Conclusão: o controle estatal das reservas internacionais como pré-condição para o surgimento dos FSR

Esse capítulo foi o primeiro passo para compreender se os FSR são instrumentos de avanço ou retrocesso da globalização financeira. Para isso, foi necessária uma investigação das pré-condições que levam os países detentores de FSR a acumularem superávits comerciais, uma vez que estes se constituem nas bases financeiras de sustentabilidade do desenvolvimento desses fundos. A partir da apresentação das características mais básicas dos FSR, categorizados por período de surgimento, localização geográfica, volume e fontes de financiamento, analisou-se a trajetória dos superávits dos países que apresentam FSR para então se debruçar sobre as explicações que levam às pré-condições propícias para o surgimento dos FSR. A partir da crítica às interpretações neomercantilistas de caráter conjuntural, e pela reavaliação da hipótese do Segundo *Bretton Woods*, a linha argumentativa desse capítulo sugere que a presença de superávits recorrentes por parte dos países em desenvolvimento é fruto de uma alteração da divisão internacional a partir do fim século XX e início do século XXI. E essa situação, ao invés de se tratar de uma anomalia, consiste em uma nova configuração da economia política internacional, fundada em um processo de globalização produtiva que caminha paralelamente ao processo de globalização financeira.

Os superávits dos países asiáticos, bem como dos países exportadores de petróleo, são entendidos como uma dimensão estrutural, frutos de um rearranjo das posições dos países na hierarquia política e econômica internacional. Os EUA, por sua vez, continuam em uma posição central, mas de modo distinto em relação ao sistema de *Bretton Woods*. No que tange ao processo

de globalização produtiva, a produção das grandes corporações americanas não se encontra em território nacional, mas sim transnacionalizada, sobretudo no espaço do Leste Asiático. Já no que se refere ao processo de globalização financeira, o país mantém seu poder de senhoriação da moeda internacional, de modo que seus títulos de dívida configuram-se ainda como um dos principais denominadores da riqueza internacional em virtude da manipulação de suas taxas de juros. Por outro lado, ao se tornarem um país plenamente puxado pela conta capital, com sua posição bastante deteriorada na divisão internacional do trabalho, o resultado foi a anulação de sua posição credora, e como consequência, anulou-se também a posição forte do dólar. Enquanto para a hipótese do Segundo *Bretton Woods* essa posição é plenamente sustentável, apontou-se para a fragilidade da posição de endividamento dos EUA, altamente dependente da denominação das reservas do resto do mundo em dólares.

O fator determinante da garantia de que os países irão denominar suas reservas em dólares está no fato de que estas reservas são fundamentalmente controladas pelos Estados: esta é a condição fundamental para que os déficits americanos sejam financiados. São principalmente os bancos centrais que manipulam as reservas internacionais e as denominam em dólar, e não agentes privados que, se seguissem a lógica da maximização, não realizariam esses arranjos exclusivamente na moeda americana, tendo em vista sua trajetória de enfraquecimento. É particularmente nesse aspecto, do controle soberano da denominação dos ativos em dólar, que reside a peculiaridade dos FSR: nota-se que os superávits comerciais dos países em desenvolvimento são uma pré-condição para o desenvolvimento dos FSR porque, a despeito da posição credora desses países, suas reservas estão denominadas em uma moeda sobre a qual elas não tem poder de emissão. Ao mesmo tempo, persiste um contexto de grande instabilidade em virtude justamente da ausência de uma posição credora do país emissor da moeda internacional. De tal forma que, como as reservas dos países superavitários estão, em última instância, vulneráveis às flutuações do dólar, nesse contexto os FSR aparecem uma estratégia alternativa a essa situação: a partir de seus instrumentos, é possível buscar maior diversificação das reservas, maiores retornos, além de garantir mecanismos de estabilização e financiamento os quais os Estados em si não possuem plena autonomia para realizar, pois não emitem a moeda internacional. Nota-se, portanto, que os próprios Estados são um componente importante para a manutenção da globalização financeira articulada pelos EUA já que financiam a posição deficitária americana em virtude das transformações ocasionadas pela globalização produtiva. Ao

mesmo tempo, a posição credora desses países permite que eles articulem espaços outros de valorização, como é o caso dos FSR. A partir de então, é possível discutir os propósitos e as estratégias de investimento dos FSR e seus resultados diante dessa nova configuração da economia política internacional.

CAPÍTULO 2

AS ESTRATÉGIAS DE INVESTIMENTO DOS FUNDOS

SOBERANOS DE RIQUEZA:

O PAPEL DO ESTADO NA GLOBALIZAÇÃO

FINANCEIRA

No capítulo anterior, apontou-se a particularidade estrutural dos superávits dos países exportadores de *commodities*, especialmente de petróleo, e de não-*commodities* da Ásia, em virtude das transformações oriundas da globalização produtiva. Adicionalmente, destacou-se que os recursos provenientes desses superávits estão, de forma significativa, sob o controle dos próprios Estados. Por isso mesmo, essa enorme massa monetária à disposição dos governos faz com que suas decisões de alocação tenham grande significado na economia política internacional. Nesse capítulo, serão analisados quais são os reais impactos do gerenciamento estatal de ativos financeiros no exterior, como é o caso dos FSR, para a globalização financeira. A primeira parte tratará de apresentar uma categorização de certas características dos fundos moldadas pelo Estado: primeiramente, será discutido que tipo de estrutura de controle dos FSR é utilizado pelos Estados, e a partir dos propósitos e das orientações das políticas estatais, será analisado o modo de operação e gerenciamento dos fundos a partir das estratégias de alocação dos ativos e das características de seus portfólios.

Na segunda parte, será traçada uma análise dos impactos das aplicações financeiras dos FSR nos países receptores, que ressaltam especialmente como esses investimentos podem se configurar em ameaças à segurança nacional. Com essa justificativa, os países receptores vêm

estabelecendo uma série de mecanismos institucionais diretos e indiretos para controle dos fluxos de capitais, especialmente dos FSR, e que poderiam reverter o processo de globalização financeira. A partir de tais efeitos, será conduzida uma análise sobre a interação entre Estado e finanças, a partir da crítica da hipótese de um “capitalismo de Estado”, proposta particularmente por políticos e tecnocratas dos Estados Unidos e da União Europeia para explicar o impacto dos FSR e justificar políticas de caráter protecionista. Essa crítica será feita a partir da análise dos FSR como uma medida precatória dos Estados contra as instabilidades e crises oriundas do processo de globalização financeira, uma vez o avanço desse processo ocorre *vis-à-vis* a uma minimização das possibilidades de manobra defensiva dos Estados, restando a estes apenas mecanismos de proteção que aprofundam ainda mais a globalização financeira.

PARTE I

O PAPEL ESTATAL NO CONTROLE E GERENCIAMENTO DOS FSR

Estruturas de controle e o gerenciamento dos FSR

Para desenvolver de maneira mais apropriada a análise das características da intervenção do Estado na administração dos FSR, em primeiro lugar é importante fazer uma distinção do papel estatal no que tange ao controle geral dos FSR, por um lado, e ao gerenciamento operacional, por outro. O controle estatal dos FSR está atrelado a funções como: definição geral dos propósitos políticos e das políticas de condução das atividades do FSR; definição do mandato e do grau de risco dos investimentos; estabelecimento dos membros que comporão o quadro executivo; e supervisão do desempenho do fundo. Já o gerenciamento operacional está atrelado à formulação da estratégia de investimentos em si, e envolve garantir seu desempenho por meio das decisões de composição de portfólio tanto em relação aos setores investidos quanto à sua distribuição geográfica.

Conforme pode ser observado pelo Gráfico 17 a seguir, todos os FSR são controlados pelo Estado, enquanto em relação ao gerenciamento dos FSR, há dois tipos possíveis de articulação. Primeiramente, há FSR em que o Estado é diretamente responsável tanto pelo controle quanto pelo gerenciamento do FSR; e depois, há FSR que apresentam uma separação do controle e do gerenciamento por meio da criação de uma estrutura própria para a sua administração, ou então pela criação de uma corporação que gerencia os FSR. Dentre os trinta fundos soberanos analisados, é observada a seguinte distribuição: 53% de todos os FSR são controlados e gerenciados pelo próprio Estado, contra 47% fundos controlados pelo Estado, mas gerenciados por uma estrutura separada.

Gráfico 17: Tipos de gerenciamento operacional dos FSR por parte dos Estados



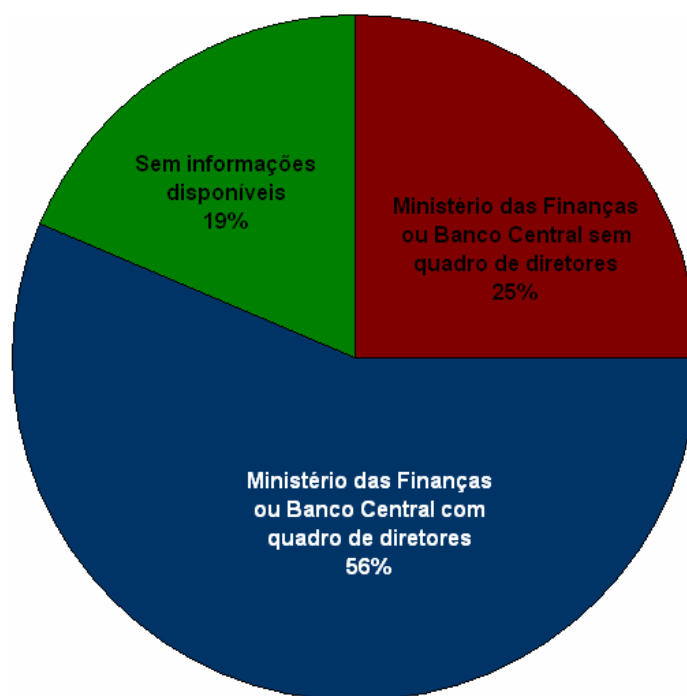
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

FSR controlados e gerenciados pelo Estado

Os FSR controlados e gerenciados pelo próprio Estado não consistem em uma entidade legal própria, mas sim em um conjunto de ativos financeiros pertencentes ao Estado, podendo ser administrados sob duas formas: ou por órgãos nacionais e ministérios, como por exemplo, pelo Banco Central ou pelo Ministério das Finanças; ou então por agências sub-nacionais, quando o fundo é pertencente a um governo local. Isso significa que o Estado está plenamente presente na determinação das características gerais dos fundos bem como está intimamente envolvido em suas responsabilidades operacionais.

Devido ao atrelamento do controle e do gerenciamento do FSR a uma mesma entidade, isso significa que a existência de quadros executivos próprios não é uma condição necessária para a administração dos FSR; entretanto, nota-se que muitos deles apresentam quadros de diretores ou conselheiros, ou então comitês e comissões, controlados ou pelo Ministério das Finanças ou pelo Banco Central.

Gráfico 18: Estrutura do quadro executivo dos FSR controlados e gerenciados pelo Estado



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

Conforme pode ser observado no Gráfico 18 apresentado anteriormente, metade dos FSR sob essa forma de organização apresenta um quadro de diretores que é encabeçado pelo Ministério das Finanças ou pelo Banco Central; um terço, por sua vez, não possui tal quadro executivo, e é diretamente gerenciado pelos órgãos nacionais responsáveis.

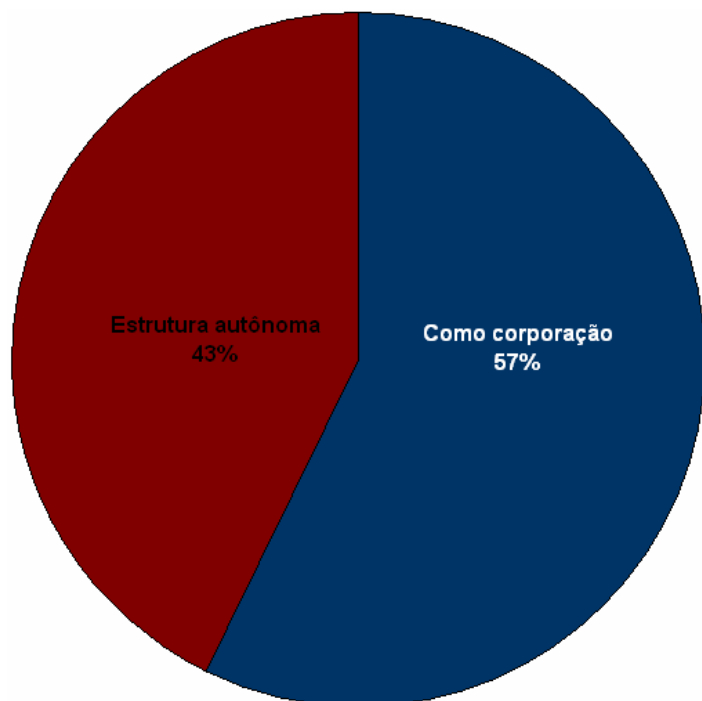
O atrelamento entre as estruturas de controle e de gerenciamento não necessariamente implica na existência de legislações internas ou regras gerais definidas para a administração desses fundos. Alguns fundos apresentam esses regulamentos, enquanto a maioria deles não apresenta qualquer quadro regulatório publicado sobre o modo de gerenciamento dos fundos.

FSR controlados pelo Estado, mas gerenciados por estrutura própria

Diferentemente dos FSR controlados e gerenciados pelo Estado, há outros que realizam o gerenciamento operacional do fundo por meio de uma estrutura separada, com total autonomia de decisão, que por sua vez é controlada pelo Estado apenas pelas regras de uma lei pública de constituição do fundo. Assim, os Estados apenas apontam as diretrizes políticas do fundo, enquanto as decisões de investimento, alocação de portfólio e tomada de risco são feitas pelos quadros executivos do FSR em si. Quando os FSR são gerenciados por estrutura própria, isso implica em maior profissionalização de suas atividades uma vez que quadros específicos são criados para isso, o que torna, inclusive, mais sólida a própria continuidade dos FSR.

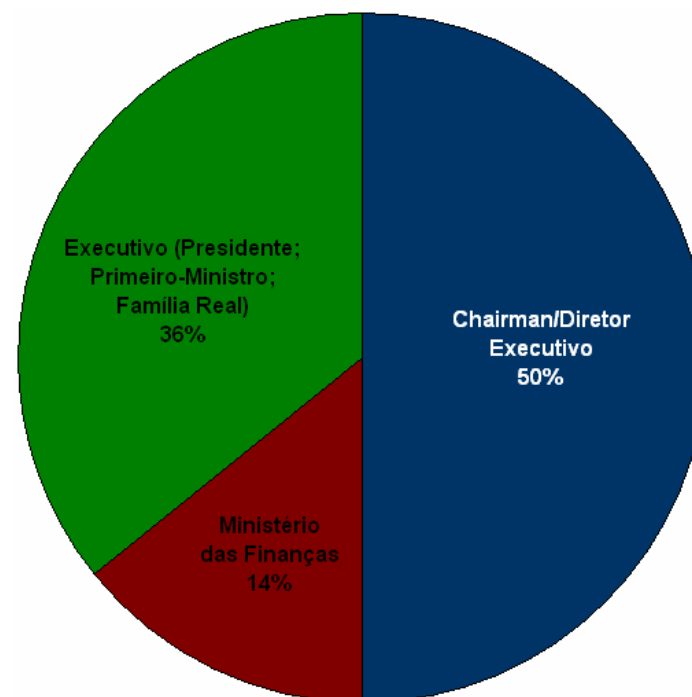
Como demonstra o Gráfico 19 a seguir, há dois tipos possíveis de configuração dos FSR com gerenciamento separado: primeiramente, pela criação de uma estrutura autônoma para o fundo em si, segundo uma regulação e um quadro executivo próprio; e em segundo lugar, é possível garantir a gestão autônoma dos FSR por meio da constituição de uma espécie de corporação estatal, governada sob três eixos legais: o regulamento da própria corporação; as leis que recaem sobre qualquer empresa pública do país; e as leis específicas para os investimentos dos FSR. A partir da categorização realizada, nota-se a existência de uma preferência equilibrada sobre os tipos de autonomia do gerenciamento dos fundos: 43% dos FSR estão organizados sob a forma de uma estrutura autônoma, enquanto 57% utilizam a forma corporativa.

Gráfico 19: Estruturas dos FSR controlados pelo Estado, mas com gerenciamento próprio



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

Gráfico 20: Estrutura do quadro executivo dos FSR controlados pelo Estado, mas com gerenciamento próprio



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

Todos os FSR gerenciados autonomamente apresentam quadros executivos próprios; a diferença reside, entretanto, na liderança que coordena tais quadros. Enquanto 50% dos FSR nessa categoria geral possuem um quadro de diretores encabeçado por um *Chairman* ou por um Diretor Executivo, 36% dos quadros são encabeçados por cargos do Executivo, como por exemplo, Presidentes, Primeiros-Ministros, e até mesmo membros da Família Real ou do Sultanato; e os demais 14% são liderados pelo Ministério das Finanças, conforme o Gráfico 20 apresentado anteriormente.

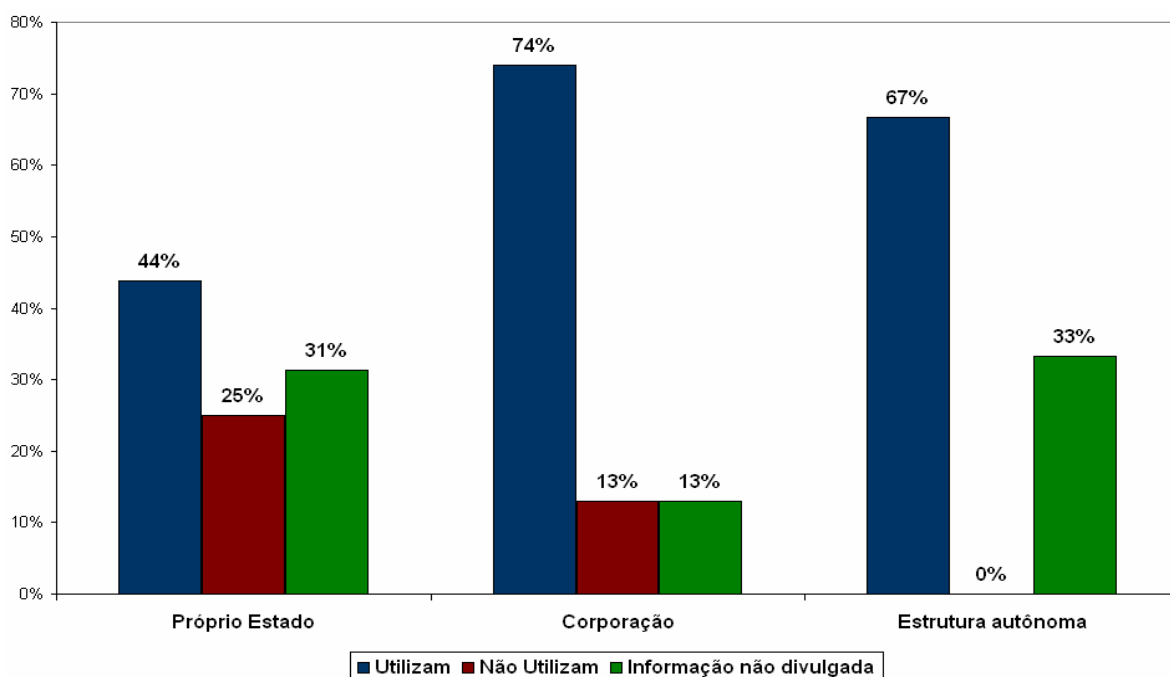
O uso de gerenciamento externo

Por fim, há um tipo a parte de gerenciamento, que é utilizado tanto por FSR controlados e gerenciados pelo Estado quanto por FSR gerenciados por estruturas autônomas. Quando os fundos não possuem quadros preparados tecnicamente para realizar certos tipos de operações financeiras, eles podem eventualmente recorrer a uma estrutura de gerenciamento terceirizada, via contratação de gerentes externos – em geral, grandes consultorias ou bancos de gestão de carteiras financeiras – que possuem maior conhecimento dos mercados. Aliás, nota-se um crescimento bastante expressivo dessa forma de gerenciamento para a realização de investimentos específicos: pelo menos 60% dos FSR utilizam gerentes externos especialmente para executar estratégias mais agressivas voltadas para investimentos nos mercados de *private equity* e fundos *hedge* (ESCHEWEILLER; FERNANDEZ, 2008:17).

O uso desse tipo de *outsourcing* garante uma maior estabilidade desses investimentos, pois geralmente os administradores dos FSR em si não possuem o conhecimento técnico para operar com segurança nesses mercados, em contraste a essas instituições financeiras altamente profissionalizadas e especializadas, com experiência nos mercados globais de capital (KERN, 2007:16). De acordo com o Gráfico 21 a seguir, nota-se que os FSR gerenciados como corporação são os que mais utilizam gerenciamento externo, correspondendo a 74%, contra 67% dos fundos com estrutura autônoma e 44% dos fundos gerenciados pelo próprio Estado. Por outro lado, esses dados devem ser ponderados em contraposição aos FSR que não divulgam essa informação: enquanto dentre os fundos corporativos, apenas 13% não apresentam informações sobre uso de gerenciamento externo, o valor cresce para 31% para os fundos gerenciados pelo próprio Estado e 33% para os fundos com estrutura autônoma.

Todas as informações acerca das formas de controle e gerenciamento, sejam pelo próprio Estado, sejam por estruturas próprias, ou então por gerenciamento externo, além da forma de organização dos quadros executivos, específicas para cada um dos trinta FSR analisados nessas seções podem ser consultadas no Anexo A-VII.

Gráfico 21: Uso de gerenciamento externo por tipo de estruturação dos FSR



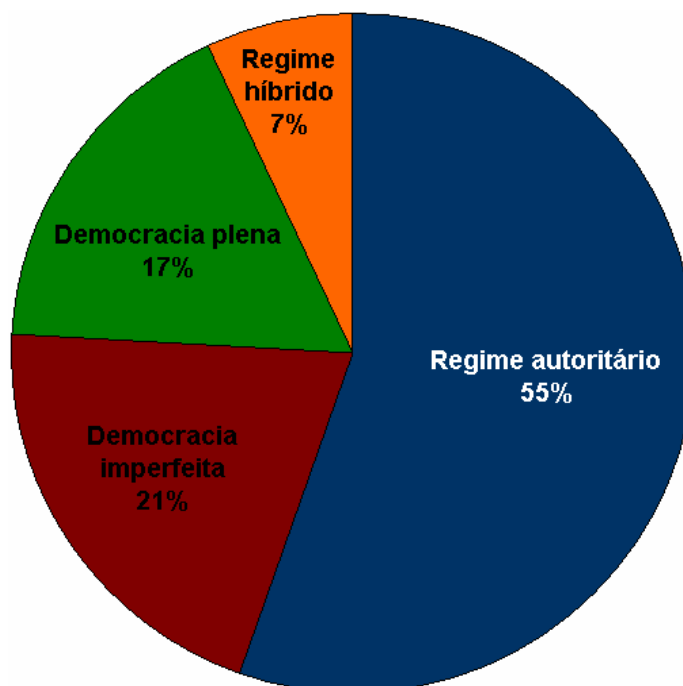
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

A relação entre o tipo de gerenciamento operacional dos FSR e o regime político dos países detentores

Muitos dos receios dos países receptores contra os FSR não estão nos seus investimentos em si, mas pelo fato de que são Estados, e não agentes privados, os que controlam e gerenciam esses fundos. As ressalvas contra os FSR voltam-se especialmente para os vieses políticos que os Estados podem vincular em todas as dimensões da estrutura dos FSR: na definição de seus

propósitos, nas suas estratégias de alocação de portfólio e no seu gerenciamento operacional.

Gráfico 22: Tipos de regimes políticos adotados por países detentores de FSR



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de CIA WORLD FACTBOOK, 2010; e ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT INDEX OF DEMOCRACY, 2009.

De fato, quando se analisa as características de controle e gerenciamento estatal dos FSR em si, a primeira característica marcante, para além de sua estruturação formal, como foi descrita nas seções anteriores, está atrelada ao tipo de regime político adotado pelos países que detêm esses fundos: os países investidores, além de serem países em desenvolvimento, também em geral não se tratam de governos organizados sob a forma de regimes democráticos, mas sim autoritários. Categorizando os trinta FSR analisados por tipos de regimes políticos, nota-se que apenas 38% dos países detentores são democráticos, e dentre esses, apenas 17% são considerados democracias plenas; isso significa que 55% dos FSR são controlados por Estados organizados sob regimes autoritários, como apresentado no Gráfico 22 acima (para a lista de quais são os países alocados em cada tipo de regime, vide Anexo A-VIII). Essa peculiaridade corroboraria com a apreensão acerca do caráter nefasto que os fundos poderiam ter sobre a globalização financeira, uma vez que a maioria dos estudos acerca dos FSR considera que os países democráticos são

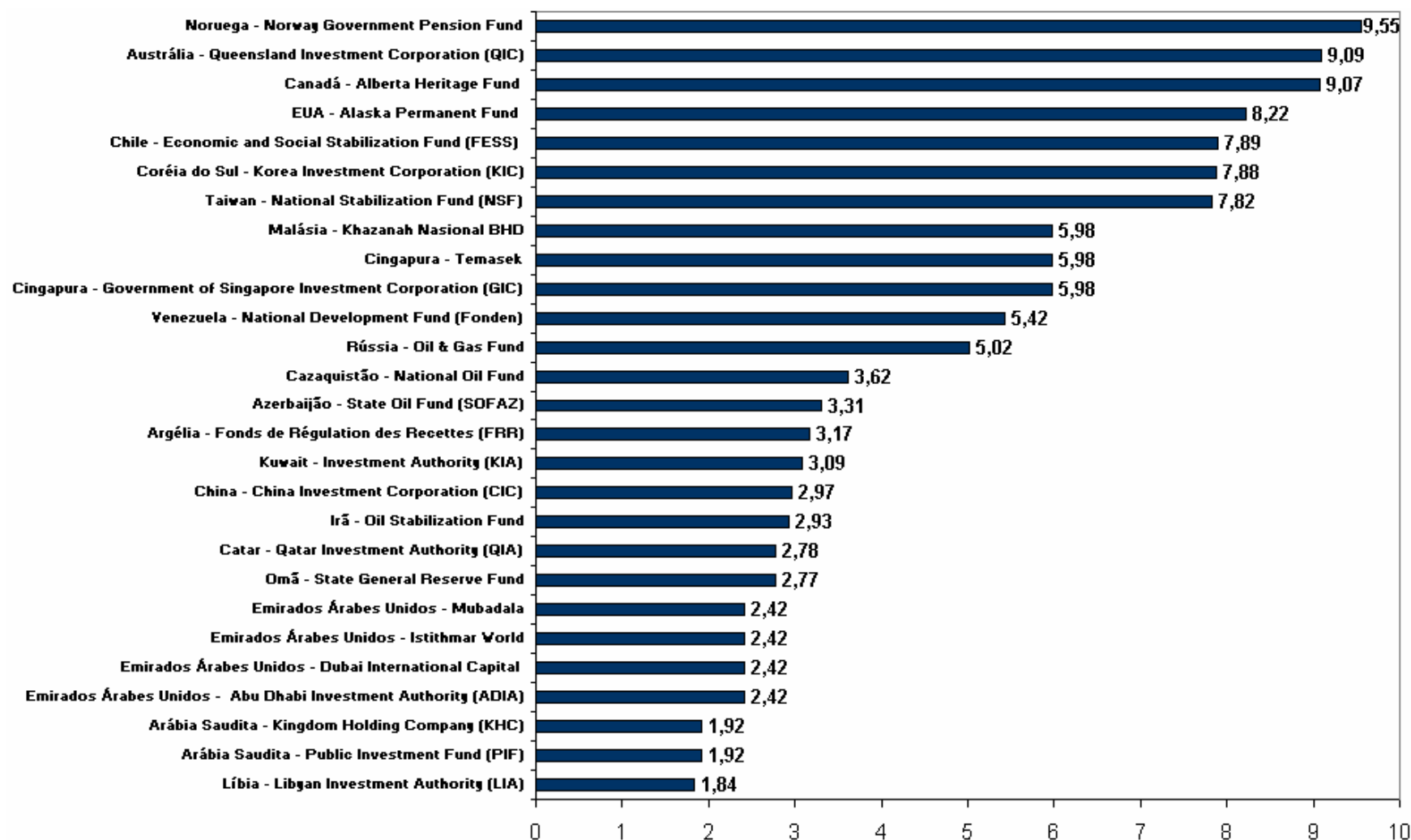
muito mais propensos à liberalização das finanças do que países autoritários. A partir dessa premissa, os autores que analisam os problemas oriundos da relação entre FSR e regimes políticos autoritários (Cf. TRUMAN, 2007) utilizam-se em geral do Índice Democrático elaborado pelo periódico *The Economist*²⁶ para avaliar o grau de consolidação do regime democrático em países detentores dos fundos, índice este que pode ser verificado no Gráfico 23 a seguir.

A proposição geral dos autores que utilizam o Índice Democrático para avaliar as características do controle e gerenciamento estatais dos FSR é a de que países democráticos apresentam estruturas de gerenciamento operacionais mais autônomas e profissionais do que os pertencentes a países autoritários, que teriam estruturas orientadas pelo próprio Estado. Mas a despeito dos dados que reforçam a tendência autoritária dos Estados que controlam FSR, a análise das estruturas de controle e gerenciamento dos FSR revela que a organização dos FSR apresenta uma complexidade que vai muito além de uma correspondência direta com o tipo de regime político do país detentor; os dados de análise dos trinta FSR aqui estudados provam não haver uma correspondência direta entre gerenciamento autônomo e regime político.

Dentre os países com regimes democráticos estudados, nota-se que um pouco mais da metade dos FSR são gerenciados pelos próprios Estados (58%), enquanto 42% apresentam gerenciamento autônomo, havendo um equilíbrio entre FSR que possuem estrutura própria e corporativa, cada parte correspondendo a 21% dos FSR. O interessante é que o mesmo padrão pode ser observado nos FSR de regimes autoritários: exatamente metade dos FSR é controlada pelos próprios Estados (ou seja, em uma proporção ainda menor que os países democráticos), enquanto a outra metade apresenta gerenciamento autônomo, embora com ênfase um pouco mais acentuada no modelo corporativo (31%) do que no modelo de estrutura autônoma (19%). Assim, nota-se que, independentemente do regime, a maior parte dos FSR ainda são gerenciados pelos próprios Estados, e que entre os FSR com estrutura própria, há um relativo equilíbrio entre os modelos corporativos e autônomos nos dois tipos de regimes. Esses dados podem ser confirmados a partir dos Gráficos 24 e 25 a seguir.

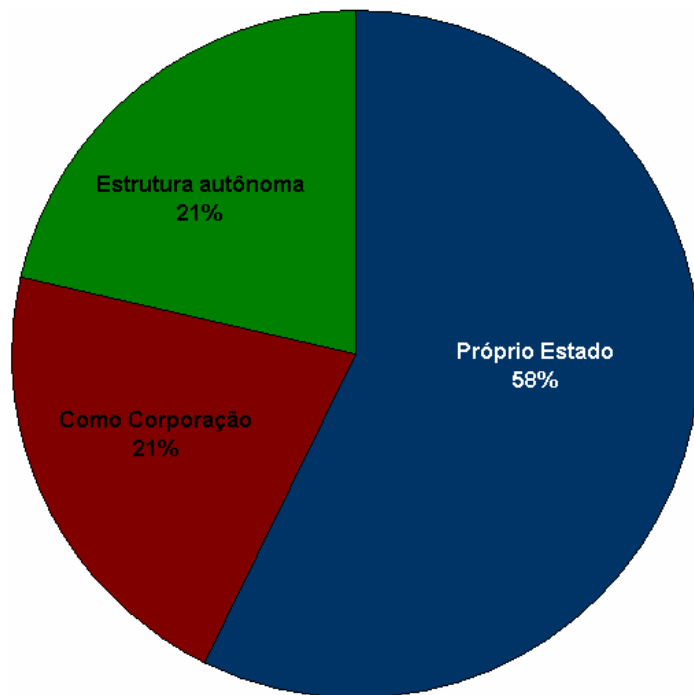
²⁶ O Índice Democrático do periódico *The Economist*, denominado de *Economist Intelligence Unit Index of Democracy*, é resultado de um estudo das condições democráticas de 167 países a partir de quatro categorias analíticas: (1) processo eleitoral livre e justo; (2) grau de liberdade civil; (3) a qualidade de funcionamento do governo; e (4) participação e cultura política (ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT INDEX OF DEMOCRACY, 2009).

Gráfico 23: Índice Democrático dos países detentores dos FSR



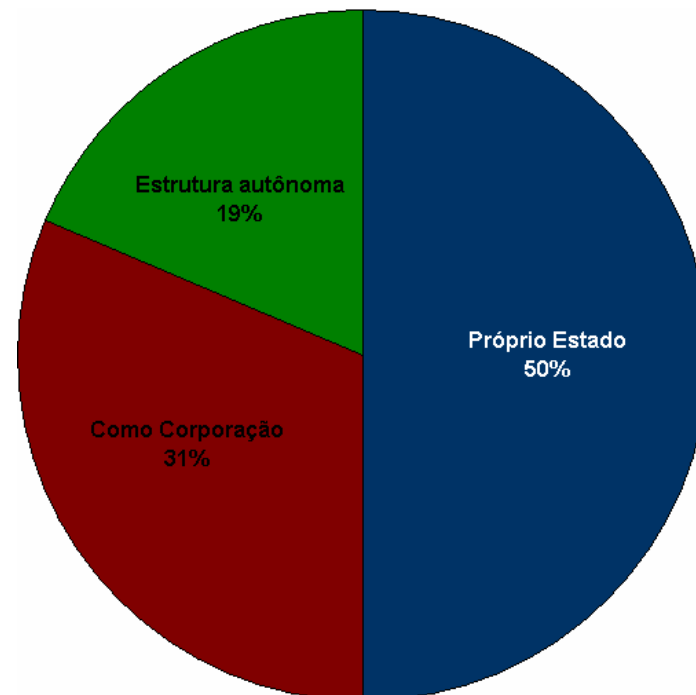
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT INDEX OF DEMOCRACY, 2009

**Gráfico 24: Tipos de gerenciamento operacional dos FSR
pertencentes a Estados democráticos**



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b

**Gráfico 25: Tipos de gerenciamento operacional dos FSR
pertencentes a Estados autoritários**



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b

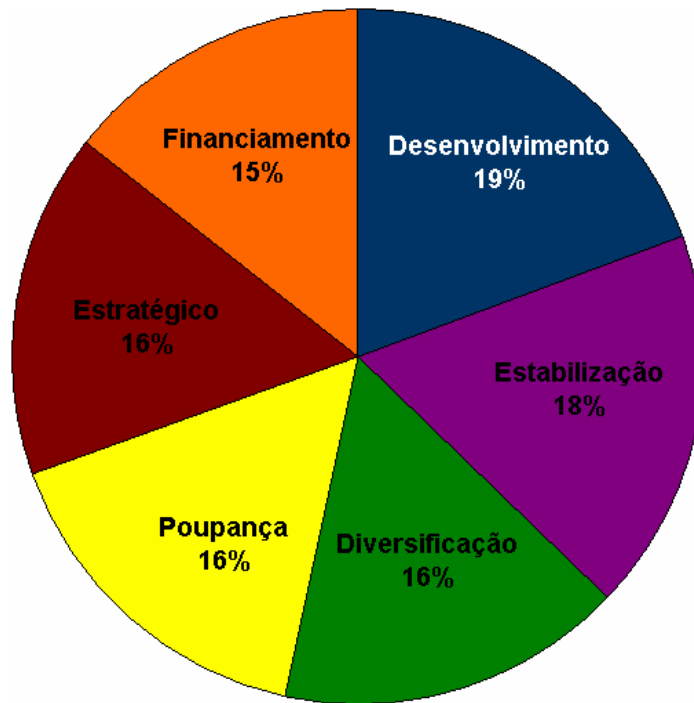
A influência estatal na definição dos propósitos dos FSR

Os problemas levantados pelo fato dos FSR serem controlados por Estados também se desdobram em vários questionamentos a respeito de seus propósitos. Os FSR estão atrelados a uma série de objetivos que muitas vezes não são estabelecidos ou declarados formalmente em suas políticas de investimento. Mas em geral, apresentam propósitos defensivos contra as instabilidades oriundas da globalização financeira e tentam recuperar certos instrumentos de manobra política e econômica em um contexto de diminuição das prerrogativas estatais de controle dos efeitos dos mercados internacionais no âmbito nacional.

Por outro lado, grande parte da literatura enfatiza a separação dos propósitos dos FSR entre macroeconômicos, de maximização dos retornos dos seus investimentos, e políticos, em razão desses fundos serem controlados por Estados. Mesmo essa separação dos objetivos é controversa: para alguns, é possível que um FSR possa realizar seus investimentos apenas baseado em objetivos macroeconômicos (INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, 2009: 12); para outros, o simples fato dos FSR serem estatais significa que eles estão estruturalmente envolvidos com propósitos políticos (BREMNER, 2009 b: 2). A discussão acerca da separação dos propósitos políticos e econômicos será feita mais adiante nesse capítulo. Por hora, é necessário avaliar quais são os possíveis propósitos declarados dos FSR em relação às suas práticas de investimento.

Como já foi mencionado na introdução, são seis os principais propósitos dos FSR: poupança, estabilização, financiamento, diversificação, desenvolvimento e estratégico. Dentre os trinta FSR analisados, nota-se, em primeiro lugar, que são pouquíssimos os fundos que apresentam um propósito único; geralmente eles apresentam dois ou mais propósitos simultâneos. Por isso mesmo, há um relativo equilíbrio nas porcentagens acerca dos propósitos dos fundos, como pode ser observado no Gráfico 26 seguinte:

Gráfico 26: Propósitos dos FSR



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

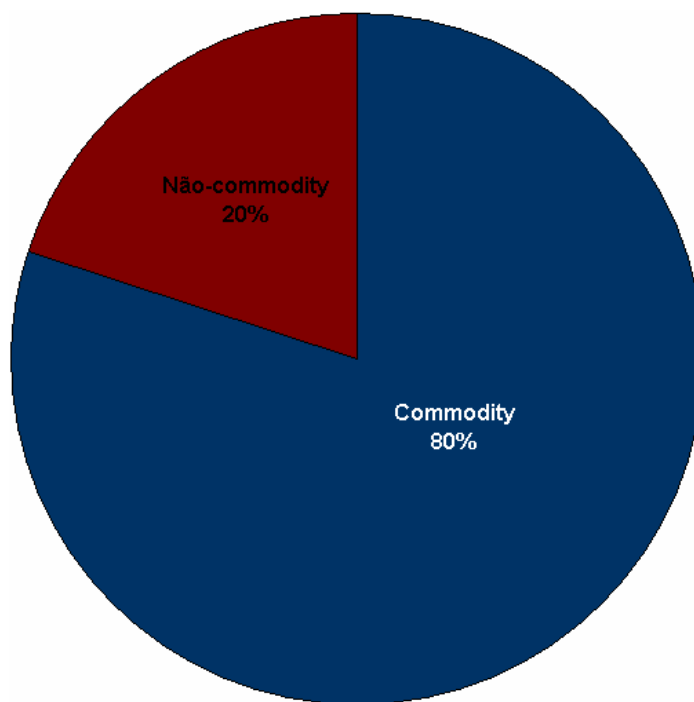
FSR com propósito de poupança

Os FSR podem ser utilizados na criação de uma poupança com vistas à preservação e maximização da riqueza presente, de modo a garantir sua continuidade para cobrir necessidades de gerações futuras (BECK; FIDORA, 2008:6). O propósito de poupança responde principalmente às necessidades dos países exportadores de *commodities*, de modo que são poucos os FSR dos países exportadores de não-*commodities* que apresentam al objetivo, como pode ser notado no Gráfico 27 a seguir, em que apenas 20% dos FSR cujas fontes são não-*commodities* visam promover poupança.

Este propósito reflete especialmente as difíceis possibilidades de diversificação econômica em países cujas economias estão apoiadas largamente em *commodities* energéticas não-substituíveis, que exploram o recurso tendo como horizonte um cenário em que as fontes energéticas podem se esgotar em longo prazo (RAYMOND, 2009: 80). Assim, o propósito de

poupança remeteria à necessidade de promover um crescimento mais sustentável da renda desses países, e consequentemente, de transformar os ativos não-renováveis em um portfólio diversificado de ativos financeiros. Assim, seria possível preservar a riqueza do país para futuras gerações mesmo que a renda originária da atividade central venha a se enfraquecer. O aumento dos preços das *commodities* energéticas não-substituíveis permitiu, por fim, que os FSR desses países pudessem priorizar menos a estabilidade econômica de curto prazo e mais a poupança a longo prazo.

Gráfico 27: FSR com propósito de poupança



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

Já para o segundo grupo, de países exportadores de não-*commodities*, o propósito de poupança é menos expressivo porque esses países, especialmente os asiáticos, apresentam um grande grau de poupança interna. Mas mesmo assim esse propósito pode ser considerado adequado quando o cenário é de Estados com amplos superávits fiscais já comprometidos com gastos de longo prazo em setores específicos (ESCHEWEILER, FERNANDEZ, 2008:5). A

poupança seria estabelecida, assim, com o objetivo de evitar situações em que o Estado possa ter dificuldades fiscais, afetando a continuidade dos seus gastos. Esse é um problema bastante claro no que se refere aos compromissos previdenciários do Estado, embora essa poupança futura não signifique que os FSR estejam necessariamente atrelados a fundos públicos de pensão (BUTT *et.al.*, 2008: 78). Em virtude disso, os FSR com propósitos de poupança geralmente não podem utilizar dos recursos maximizados por longos períodos (SINGH, 2008:6).

FSR com propósito de estabilização

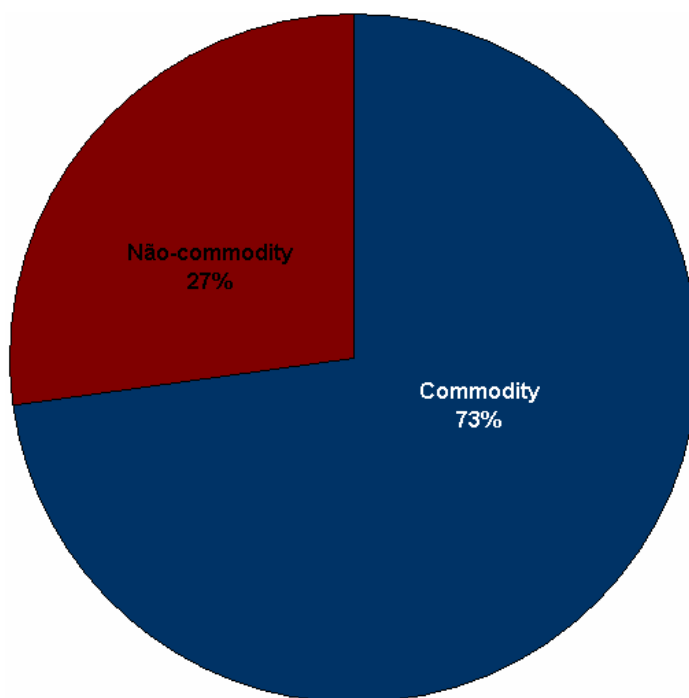
Os FSR com propósito de estabilização visam diminuir as pressões macroeconômicas internas em virtude do acúmulo de reservas internacionais ou de superávits fiscais excessivos. Essas pressões são em geral de caráter inflacionário, tanto dos preços domésticos quanto da moeda internacional, mas podem remeter a qualquer desalinhamento das variáveis macroeconômicas. No caso do propósito de estabilização, também são notadas diferenças entre os FSR de países exportadores de *commodities* e de não-*commodities*: a despeito da predominância de FSR do primeiro grupo com esse propósito (73%), nota-se que FSR do segundo grupo apresentam um maior objetivo de estabilização do que de poupança (27%), conforme o Gráfico 28 mais adiante.

Para ambos os tipos de FSR, a volatilidade dos preços de suas exportações é um elemento de instabilidade; mas para os países exportadores de *commodities*, essa oscilação é ainda mais grave, já que os preços podem variar em uma média de 20 a 25% ao ano (WEISS, 2008: 6). A extrema volatilidade induz, de fato, a significativas variações no rendimento do PIB e especialmente das receitas fiscais, ameaçando severamente restringir os gastos públicos. Já para os países exportadores de não-*commodities* a preocupação central está nas pressões de alinhamento cambial, pois geralmente esses países estão atrelados a regimes pouco flexíveis de câmbio e necessitam de aportes estruturais para manter a estabilidade cambial e evitar, simultaneamente, um processo inflacionário doméstico (BECK; FIDORA, 2008:6).

Por meio da transferência de parte dos superávits para a realização de investimentos no exterior, os FSR podem ser utilizados para esterilizar esses fluxos de capitais e estabilizar as receitas fiscais. Com essa transferência, a demanda interna é contida, evitando assim tanto uma apreciação da moeda doméstica quanto um processo de aumento generalizado dos demais preços

da economia. Nota-se que esse propósito dos FSR é intermediário, no sentido que é utilizado para estabilizar momentos específicos de volatilidade. Por isso, são fundos com objetivos mais conservadores do que aqueles que apresentam objetivos de poupança, já que priorizam mais a estabilização do que a maximização propriamente dita (WEISS, 2008: 6).

Gráfico 28: FSR com propósito de estabilização



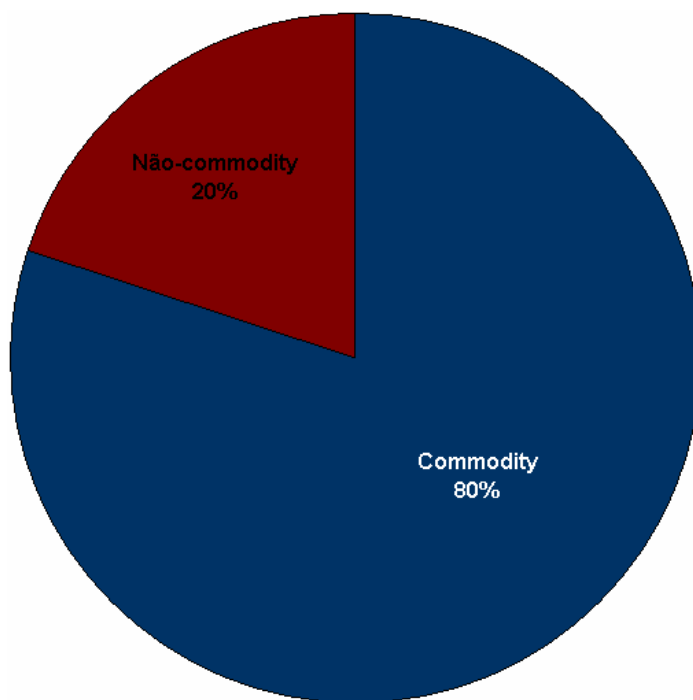
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

FSR com propósito de financiamento

O propósito de financiamento é derivado do propósito de estabilização: ambos visam fornecer uma espécie de estabilização intertemporal, protegendo os superávits fiscais, comerciais e as reservas do país contra as flutuações cíclicas e os choques temporários. Esses problemas podem afetar tanto os países exportadores de *commodities* quanto os de não-*commodities*, pois ambos os tipos de países visam amortecer os impactos da volatilidade dos preços dos produtos exportados nas receitas fiscais, no acúmulo de reservas e na trajetória do crescimento econômico

em geral (ESCHEWEILER, FERNANDEZ, 2008:5). Mas uma vez que os países exportadores de *commodities* apresentam uma estruturação econômica mais vulnerável a flutuações cíclicas e choques temporários, o propósito de financiamento é predominante entre 80% dos fundos com essa fonte, enquanto apenas 20% dos fundos baseados em não- *commodities* visam tal objetivo, conforme pode ser visto no Gráfico 29 abaixo:

Gráfico 29: FSR com propósito de financiamento



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

A diferença entre FSR com propósito de estabilização e FSR com propósito de financiamento é que esses últimos são utilizados em momentos muito específicos, uma vez que funcionariam como fundos de liquidez justamente para financiar possíveis dívidas ou déficits dos Estados em período de baixa dos preços dos ativos ou constrição das reservas internacionais (KERN, 2007: 4). Ou seja, o propósito não é o de estabilizar as variáveis macroeconômicas em si, mas o de imediatamente financiar déficits em períodos em que essas mesmas variáveis passam por um contexto de instabilidade.

Tanto que o aumento dos volumes desses fundos está atrelado, justamente, a momentos conjunturais: em períodos de expansão do ciclo exportador, os Estados transferem capital para os FSR; quando o ciclo reverte, esse capital é resgatado para financiar os déficits. Os próprios Estados determinam quando deve ser o momento de transferência de capital e quando deve ser o momento de resgate; geralmente são estabelecidos patamares de preços de controle para realizar o aporte de capital e seu resgate, porque frequentemente é difícil distinguir se a trajetória de certos preços é apenas temporária ou se significa uma real reversão do ciclo.

FSR com propósito de diversificação

Propósitos de diversificação estão mais presentes em FSR de países nos quais as reservas internacionais ultrapassam largamente os níveis geralmente considerados necessários, isto é, que possam cobrir ao menos três meses de importações sem a possibilidade de utilização empréstimos internacionais a curto prazo (RAYMOND, 2009: 82). O problema do excesso de reservas nesse caso não se refere apenas ao propósito de estabilização macroeconômica mais ampla, mas sim em relação ao custo de oportunidade das reservas propriamente ditas. Assim, FSR com propósitos de diversificação geralmente adotam estratégias de investimento mais agressivas e ampliadas, já que buscam maiores retornos em relação aos riscos.

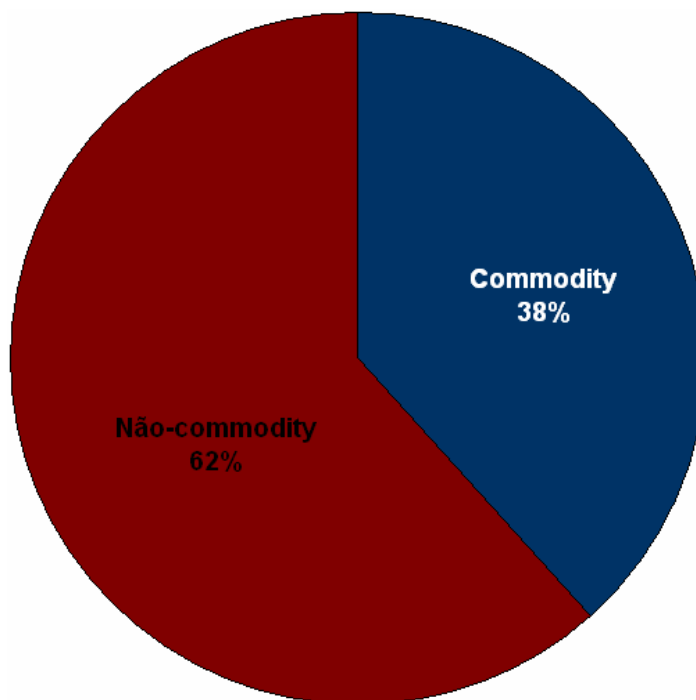
Tendo em vista que a maioria dos países que possuem FSR estão em uma condição de sobre-acúmulo de reservas, e que grande parte está denominada em títulos do tesouro americano, a desvalorização do dólar amplia significativamente o custo de oportunidade dessas reservas, que poderiam estar denominadas em outros ativos mais rentáveis. Por conta disso, a diversificação de parte delas por meio dos FSR visa maiores retornos, e possivelmente, a diminuição dos riscos provenientes das oscilações do dólar (RAYMOND, 2009: 82).

Exatamente metade dos FSR com esse propósito são países exportadores de não-*commodities*. A outra metade corresponde aos países exportadores de *commodities*, para os quais a diversificação da riqueza é uma forma de reduzir os riscos oriundos da grande dependência econômica do setor exportador. A partir dos FSR seria possível para esses países aumentar os potenciais de valorização das reservas (KERN, 2008: 5).

FSR com propósito de desenvolvimento

Outro propósito que pode ser alcançado por meio dos FSR é o de direcionar a poupança interna para projetos de longo prazo, geralmente voltados para a área de infraestrutura ou de desenvolvimento nacional. Em países com mercados financeiros pouco desenvolvidos, a poupança interna tende a se direcionar para mercados no exterior, mas é possível contornar essa tendência via FSR, ao conduzir parte da riqueza nacional para o financiamento de projetos locais. Esses projetos geralmente estão atrelados ao desenvolvimento de certas indústrias ou setores, seja para diversificar as opções de crescimento econômico, estimular o potencial exportador, ou até mesmo prover melhorias sociais. Os setores mais visados por FSR com esse propósito são: setor de saúde, turismo, serviços financeiros, além de investimentos para fortalecer as indústrias estatais.

Gráfico 30: FSR com propósito de desenvolvimento



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

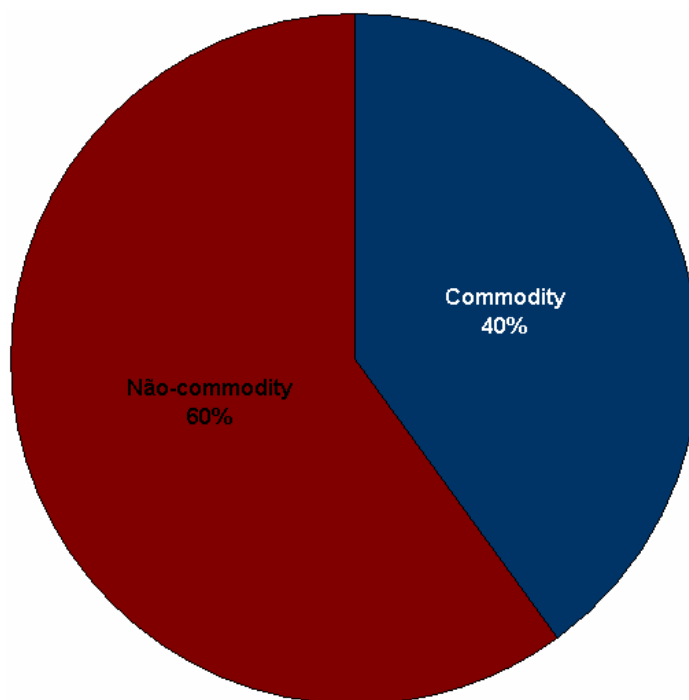
Como disposto no Gráfico 30, esse propósito é utilizado tanto por países exportadores de *commodities* (38% dos FSR) que visam desenvolver outros setores de sua economia, e mais expressivamente por países exportadores de não-*commodities* (62% dos FSR), que objetivam reforçar o crescimento de suas exportações realizando investimentos estruturais. Entretanto, esse propósito exige operações bastante controladas, pois o financiamento de investimentos locais via FSR pode gerar um movimento de aumento da demanda por moeda e sua consequente apreciação, o que nem sempre é desejável para esses países (RAYMOND, 2009: 82-3).

FSR com propósito estratégico

Finalmente, o propósito mais controverso dos FSR é aquele considerado estratégico. Nota-se, a partir do Gráfico 31 a seguir, que esse propósito está mais presente em países exportadores de não-*commodities* (60%) do que em países exportadores de *commodities* (40%). Os objetivos estratégicos geralmente são analisados em dois aspectos. Para alguns autores, eles estão articulados a políticas de investimento agressivas com vistas a adquirir posições acionárias em empresas consideradas estratégicas pelos países receptores (WEISS, 2008: 6-7). Em outras palavras, a compra de ações não estaria atrelada à maximização dos retornos, mas sim, ao controle de ativos importantes como propriedade intelectual, tecnologias, acesso a recursos naturais, formas de gerenciamento e produção, etc., e que posteriormente seriam transferidas para as empresas do país detentor do FSR. Para alguns autores, esse movimento dos FSR implicaria que eles literalmente estariam “*stealing from the portfolio company*” (WONG, 2009:1097).

Para outros, o caráter estratégico dos FSR vai além das tentativas de garantir direito acionário de voto e posições majoritárias em setores importantes: os FSR refletiriam também propósitos de política externa e de projeção geopolítica de poder, visando executar políticas de expansão de seus interesses no interior dos países em que os fundos investem (BREMNER, 2009 a; SUMMERS, 2007). A questão é controversa na medida em muitas vezes os próprios FSR não declaram que seus objetivos sejam estratégicos, e quando o fazem, é no sentido de ampliar as possibilidades de desenvolvimento do potencial econômico do país. De modo que essa denominação é oriunda dos próprios países receptores que alertam para as possíveis ameaças que os FSR podem representar.

Gráfico 31: FSR com propósitos estratégicos



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

Após esse balanço geral dos propósitos dos FSR, pode-se observar os propósitos específicos e múltiplos dos trinta fundos analisados no Anexo A-IX. Assim, é necessário agora avaliar o impacto dos propósitos em relação às políticas e as estratégias de investimento dos FSR, observando, dessa forma, as relações entre os países detentores e os países receptores de FSR.

Políticas e estratégias de investimento dos FSR

Em geral, os FSR apresentam políticas que se desdobram em investimentos marcados por altos retornos e que ao mesmo tempo são seguros o suficiente para garantir uma relativa liquidez. Para tanto, a estrutura de gerenciamento, seja ela vinculada ao direto controle estatal ou a uma estrutura autônoma, possui ampla margem para selecionar os ativos a serem investidos. Essa maior autonomia se contrasta claramente com a rigidez das políticas de denominação das reservas internacionais traçadas pelos bancos centrais, que estão limitadas a investimentos mais tradicionais como metais preciosos (principalmente o ouro) ou então nos mercados mais líquidos

de títulos públicos. É nesse sentido que os FSR são gerenciados de forma separada das reservas internacionais, já que essa autonomia faz com que seus portfólios sejam amplamente diversificados, incluindo ativos de renda fixa, participações acionárias, títulos imobiliários e outros instrumentos derivativos. Essa diversificação, entretanto, não significa que os fundos sejam especulativos, pelo contrário, as estratégias orientam-se prioritariamente a longo prazo.

Ao mesmo tempo, a autonomia de gerenciamento dos FSR faz com que suas políticas e estratégias de investimento sejam bastante heterogêneas. Cada tipo de fundo apresenta horizontes de risco, estratégias e *trade-offs* distintos, o que implica em resultados diferentes em termos de liquidez e impactos tanto internos quanto para o mercado financeiro global. Tais diferenças são oriundas dos seus próprios propósitos: fundos de poupança geralmente adotam abordagens de longo prazo, enquanto os fundos de estabilização e de financiamento estão mais voltados para o curto prazo, já que devem ter mais prontamente uma capacidade de aporte de capitais, seja para estabilizar as variáveis macroeconômicas, seja para cobrir eventuais déficits; e por fim, fundos de diversificação, desenvolvimento e estratégicos possuem investimentos que visam altos retornos, e são bem mais diversificados e amplos.

Assim, quando as posições dos FSR são mais conservadoras, os investimentos concentram-se em títulos públicos ou em renda fixa; e quando visam a maximização ampla dos retornos, adotam um portfólio mais agressivo, geralmente com a compra de participações acionárias de grandes empresas, com ampla distribuição geográfica (KERN, 2007: 6-7). A seguir, serão analisadas as particularidades das políticas e estratégias de investimento dos FSR em termos das classes de ativos investidas, dos setores e da distribuição geográfica dos investimentos.

Classes gerais dos ativos que compõem os portfólios dos FSR

Há três grandes classes de ativos em que os FSR concentram seus portfólios: renda fixa, participações acionárias negociadas em mercados públicos (*public equities*) e alternativos. Investimentos em renda fixa são caracterizados pelas taxas de retorno razoavelmente previsíveis, recebidas em intervalos definidos. Consistem em investimentos bastante estáveis, e os seus tipos mais comuns são títulos públicos, emitidos tanto por governos federais ou locais; e também títulos de grandes empresas. Já os investimentos em *public equities* consistem em uma classe de ativos orientada para a compra de participações acionárias de diversas empresas que são

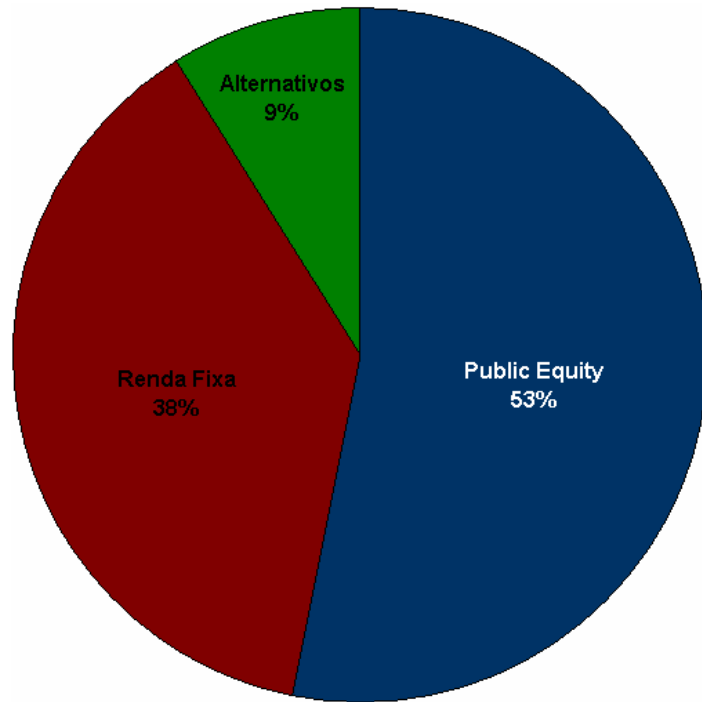
negociadas em Bolsas de Valores. Finalmente, investimentos alternativos são aqueles distintos dos ativos tradicionais (dinheiro líquido, ações e títulos). São geralmente controlados por investidores institucionais, possuem alto retorno em contraste à baixa liquidez, já que são de muito longo prazo. Incluem fundos *hedge*, mercado de futuros, imóveis, *commodities*, contratos de derivativos e *private equity*. Esse último tipo é o mais significativo nos portfólios dos FSR e refere-se a participações acionárias lançadas por empresas fora dos mercados públicos de capital. Funcionam como contratos privados estabelecidos entre os gestores e os investidores²⁷.

Os portfólios dos FSR com propósito de poupança, diversificação e estratégico são compostos em geral por ativos de mais longo prazo, embora bastante diversificados, incluindo títulos, *public equities*, e outros investimentos alternativos, como títulos imobiliários, *private equities*, fundos *hedge* e *commodities* (WEISS, 2008: 6). Já para os fundos voltados para estabilização, financiamento e desenvolvimento, os investimentos são mais conservadores, concentrando-se mais em renda fixa do que em investimentos em *equities*, sejam eles públicos ou privados (ZIEMBA, 2007:2-3).

Os Gráficos 32 e 33 apresentados a seguir indicam a alocação dos portfólios dos FSR por classes de ativos em 2008 e as projeções para 2012. Praticamente todos os FSR apresentam investimentos em renda fixa; em termos percentuais, isso corresponde a 38% de todos os ativos controlados pelos fundos, equivalente a um montante de US\$ 1,1 a US\$ 1,4 trilhões. Por outro lado, é verificada uma tendência de redução no número de ativos sob a forma de renda fixa de 38% para 25% para as projeções até 2012 (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 13-4). Essa queda exprime um processo de recomposição dos portfólios relacionado a uma avaliação geral dos objetivos dos FSR, que apontam agora para outros tipos de ativos mais rentáveis. Essa transferência não deve impactar negativamente nos mercados de renda fixa, mas certamente implica em uma maior diversificação para ativos menos conservadores (o que, por sua vez, pode gerar mais reações negativas nos países receptores, como será discutido mais profundamente a seguir).

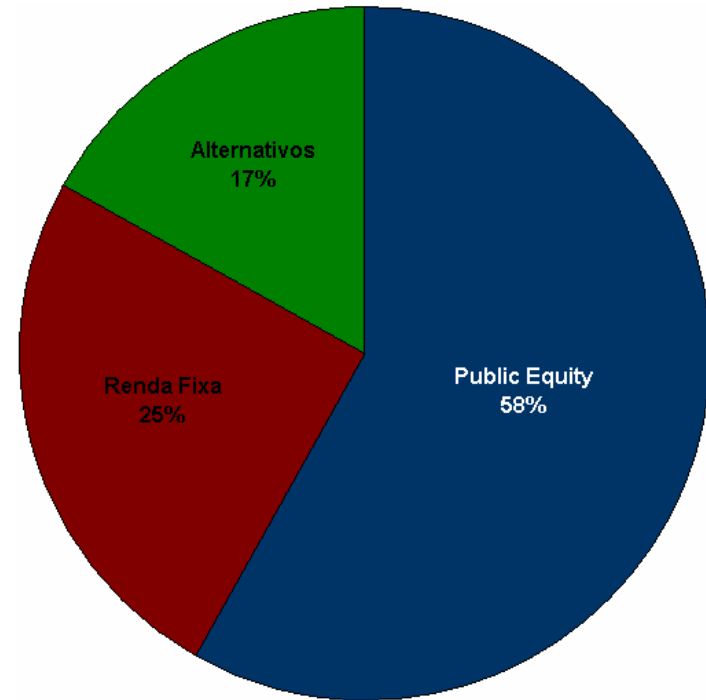
²⁷ Para uma definição mais ampla dessas classes de ativos, vide o Glossário de Termos Financeiros dessa dissertação.

Gráfico 32: Composição dos portfólios dos FSR por % dos ativos (2008)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHWEILER;
FERNANDEZ, 2008: 13.

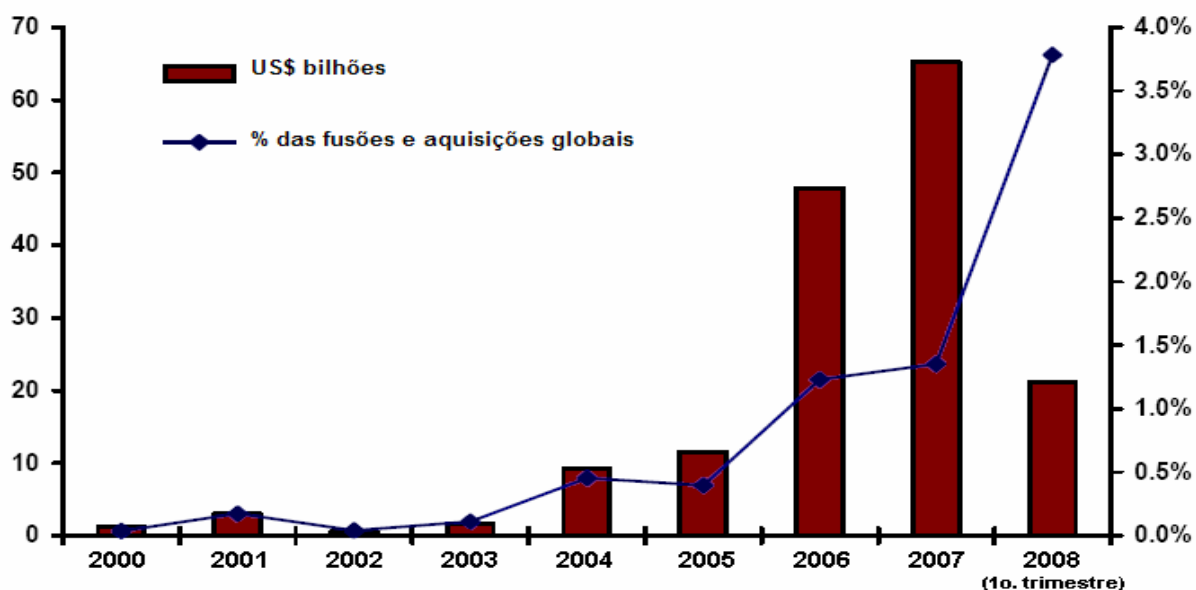
Gráfico 33: Projeções para a composição dos portfólios dos FSR por % dos ativos (2012)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHWEILER;
FERNANDEZ, 2008: 13.

Por sua vez, entre US\$ 1,6 a US\$ 2 trilhões do volume total dos FSR estão alocados em *public equities*, o que corresponde a aproximadamente 52,5% de todos os ativos gerenciados. As projeções até 2012 indicam, entretanto, que deve haver um crescimento tímido, por volta de 5% (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 14). Isso ocorre, por um lado, porque os grandes FSR já apresentam uma alta exposição dos seus portfólios em *public equities*, enquanto por outro, a transferência de ativos em renda fixa para *public equities* será feita principalmente por FSR de menor volume e, portanto, com impactos menos expressivos. Por sua vez, os FSR de maior volume provavelmente irão realizar compras de participações acionárias envolvidas em processos de fusões e aquisições, de modo que os FSR podem se tornar um dos investidores mais proeminentes nesses processos. Essa tendência, na verdade, é bastante atual, iniciou-se em 2006 e tornou-se mais predominante entre os anos de 2007 e 2008, quando os FSR investiram aproximadamente US\$ 40 bilhões em transações de fusões e aquisições de grandes instituições financeiras, especialmente aquelas afetadas pela crise *subprime*. Em termos de volume total, no ano de 2008 os FSR investiram quase US\$ 70 bilhões, o que correspondeu a quase 4% das fusões e aquisições globais, conforme pode ser observado no Gráfico 34 abaixo (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 15).

Gráfico 34: Porcentagem dos ativos dos FSR envolvidos em processos de fusões e aquisições



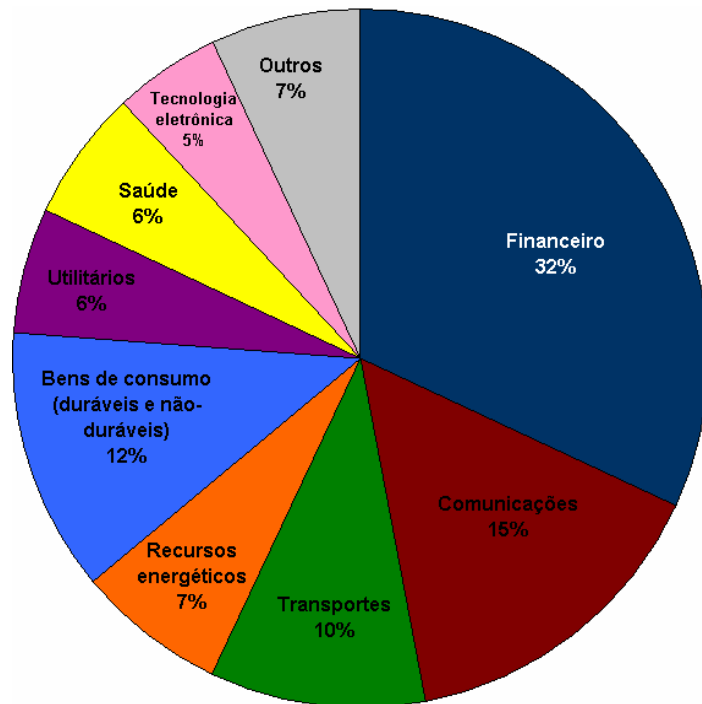
Fonte: ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:15.

As tendências de baixo crescimento dos ativos de renda fixa e *public equities* estão relacionadas também às novas estratégias voltadas para a busca de maiores retornos, logo, nota-se que os investimentos alternativos, embora ainda sejam o tipo com menores recursos alocados – correspondentes ao valor entre US\$ 270 a US\$ 340 bilhões – apresentam uma projeção de crescimento mais expressiva: espera-se que eles passem de 9% para 17,5% dos ativos dos FSR em 2012 (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 16). Pelo menos metade desses investimentos está alocada em *private equities*, especialmente no que se refere aos FSR do Oriente Médio, que apresentam consideráveis investimentos nessa classe de ativos. Os investimentos em fundos *hedge* são menos expressivos, mas apresentam também um crescimento. E em relação ao mercado de *commodities*, são poucos os fundos que entram nesses mercados, por serem considerados muito especulativos; apenas alguns fundos da Ásia investem em *commodities* energéticas (e uma parte muito pequena do Oriente Médio investe em projetos de exploração e refino em outras partes do mundo), e alguns fundos do Oriente Médio investem no mercado de *commodities* agrícolas. A análise da alocação do portfólio por classes de ativos para cada FSR individualmente está disponível no Anexo A-X.

Relações entre setores investidos e localização geográfica dos investimentos

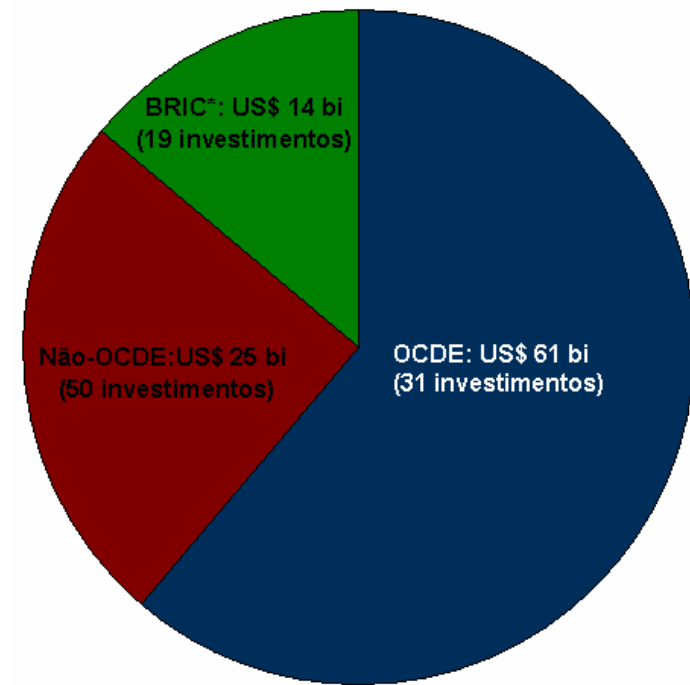
Os investimentos dos FSR estão distribuídos em uma série muito ampla de setores, embora haja uma concentração bastante significativa dos investimentos no setor financeiro, particularmente em bancos e outras instituições financeiras. Tal predominância, por sua vez, consiste em um fenômeno recente, observado a partir de 2006, resultado do já mencionado largo processo de fusões e aquisições pelo qual o setor passou (BORTOLOTTI *et.al.*, 2009: 18). Em termos da divisão setorial relacionada apenas aos investimentos em *equities*, que consistem em sua maioria, nota-se que, além do setor financeiro (que corresponde a 32%, com concentração de 15% em bancos regionais e 7% em bancos internacionais), os setores de comunicações (15%), transportes (10%, especialmente transporte aéreo); recursos energéticos (7%); bens de consumo (12%, sendo 6% para duráveis e 6% para não-duráveis) são os mais proeminentes (AVENDAÑO; SANTISO, 2009: 20; JEN, 2007 a). A distribuição entre esses e os demais setores proeminentes podem ser vistos no Gráfico 35 a seguir (os dados dos setores investidos especificamente por cada FSR estão disponíveis no Anexo A-XI).

**Gráfico 35: Distribuição setorial dos investimentos em equity
(2009)**



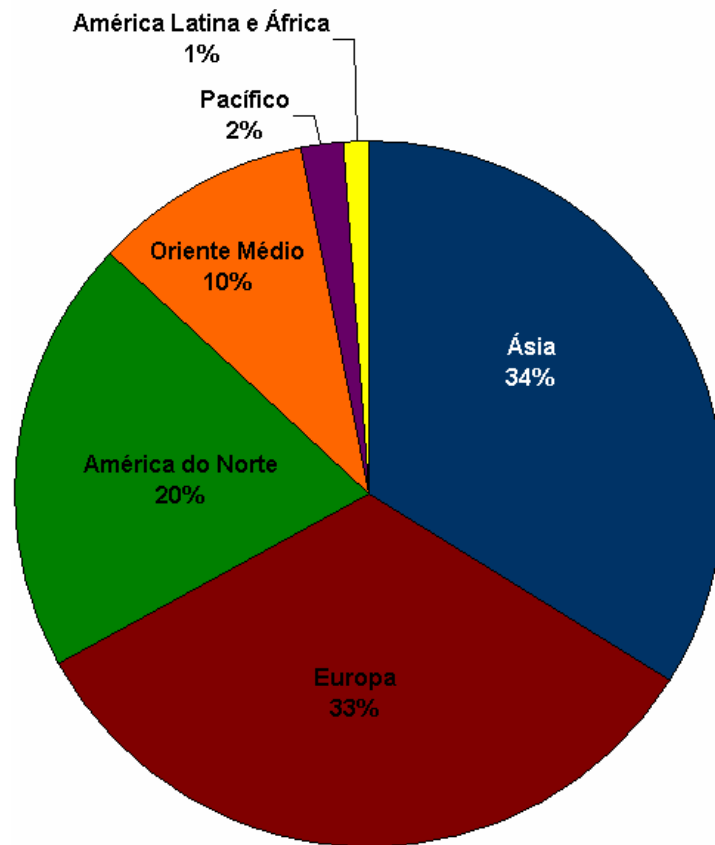
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de AVENDAÑO; SANTISO, 2009:19

Gráfico 36: Volume e número de investimentos dos FSR por regiões (2008)



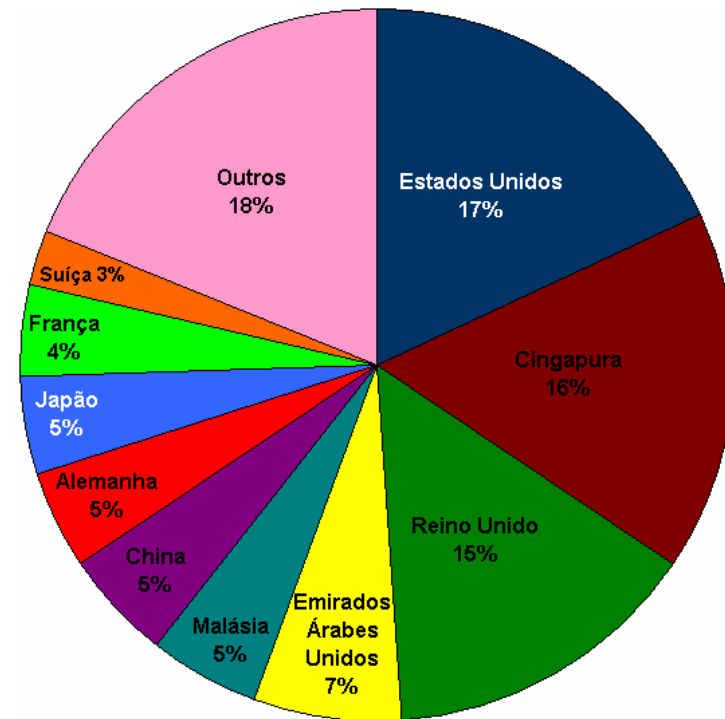
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de MIRACKY *et.al.*, 2008.

Gráfico 37: Investimentos dos FSR em equity por regiões



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de AVENDAÑO; SANTISO, 2009: 18.

Gráfico 38: Investimentos dos FSR em equity por países receptores



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de AVENDAÑO; SANTISO, 2009: 18

Já em termos da distribuição geográfica dos investimentos dos FSR em geral, a principal região receptora dos FSR é a referente aos países da OCDE: conforme o Gráfico 36 apresentado anteriormente, no ano de 2008 US\$ 61 bilhões foram investidos nessa região (para um total de 31 investimentos). Já os países fora da OCDE (com exceção aos BRICs) possuem um maior número de investimentos dos FSR (51 investimentos) entretanto, em valores menores: cerca de US\$ 25 bilhões foram investidos nesses países, ou seja, menos da metade do valor transacionado nos países da OCDE. Finalmente, nota-se um papel expressivo dos países dos BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China), nos quais foram transacionados 19 investimentos no valor de US\$ 14 bilhões (MIRACKY *et.al.*, 2008).

Para os investimentos em *equity*, especificamente, a região asiática é a maior receptora (34% dos investimentos), seguida da Europa (33%), América do Norte (20%), Oriente Médio (10%), e com menor expressividade, as regiões do Pacífico (2%) e da América Latina e África (que conjuntamente correspondem a 1%), como se pode observar no Gráfico 37 da página anterior. Especificamente em relação aos principais países receptores dentro de cada uma dessas regiões, o Gráfico 38 apresentado anteriormente demonstra que os FSR possuem investimentos em *equities* focalizados em três países: Estados Unidos, Cingapura e Reino Unido, que concentram respectivamente 17%, 16% e 15% dos investimentos dos FSR. Em seguida, os países Emirados Árabes Unidos, Malásia e China concentram respectivamente 7%, 5% e 5% dos investimentos. Por fim, os países Alemanha, Japão, França e Suíça concentram respectivamente 5%, 5%, 4% e 3% dos investimentos. Os demais países correspondem a 18% dos investimentos em *equity* (AVENDAÑO; SANTISO, 2009: 18). Os dados da localização dos investimentos de cada um dos trinta FSR analisados estão disponíveis no Anexo A-XII.

Finalmente, é possível estabelecer as relações entre os principais setores investidos e a localização geográfica desses mesmos investimentos. Em um primeiro aspecto, a Tabela 5 a seguir aponta a relação entre setores e localização geográfica dos investimentos dos FSR entre os anos de 2000 e 2008. Nota-se mais uma vez a expressividade da Ásia-Pacífico como receptora de investimentos, que estão concentrados nos setores financeiro, industrial e de tecnologia de informação. É importante salientar que países como Cingapura, Malásia e China recebem muitos investimentos dos seus próprios FSR, pois estão atrelados a propósitos de desenvolvimento. Já os investimentos na Europa focalizam-se mais nos setores industrial e imobiliário, e o mesmo padrão pode ser observado para aqueles realizados na América do Norte. Os FSR que investem

no Oriente Médio e África do Norte, por sua vez, além de destinarem seus recursos para o setor financeiro, também se enfocam nos setores imobiliário e energético. Nesse último setor, também se deve dar destaque aos investimentos dos FSR da própria região, como por exemplo, o fundo PIF da Arábia Saudita, o fundo *Dubai International Capital* dos Emirados Árabes Unidos e o *Oil Stabilization Fund* do Irã, que investem em projetos de *joint-ventures* para a extração local de petróleo. Finalmente, os investimentos na África e na América do Sul ainda são pouco expressivos, e estão mais presentes nos setores de materiais e telecomunicações. Esses dados de fato apontam que investimentos no setor financeiro são realizados em praticamente todas as regiões, e que os setores industriais e de tecnologia também são amplamente visados.

Tabela 5: Número de transações dos FSR por localização geográfica e setores (2000-2008)

Setor	Ásia-Pacífico	Europa	Oriente Médio e África do Norte	América do Norte	África	América do Sul	Total (%)
Indústria	38	5	0	4	0	0	22%
Financeiro	40	2	3	0	0	0	21%
Imobiliário	16	5	3	7	0	0	15%
Tecnologia da Informação	20	1	1	2	0	0	11%
Consumo	17	2	0	3	0	0	10%
Energia	15	1	2	0	0	0	9%
Telecomunicações	5	0	0	2	0	1	4%
Saúde	4	1	0	0	0	0	2%
Materiais	2	1	0	0	2	0	2%
Transportes	2	0	1	0	0	0	1%
Serviços	0	1	1	0	0	0	1%
Infra-estrutura	1	0	0	0	0	0	0%
Total (%)	76%	9%	5%	9%	1%	0%	

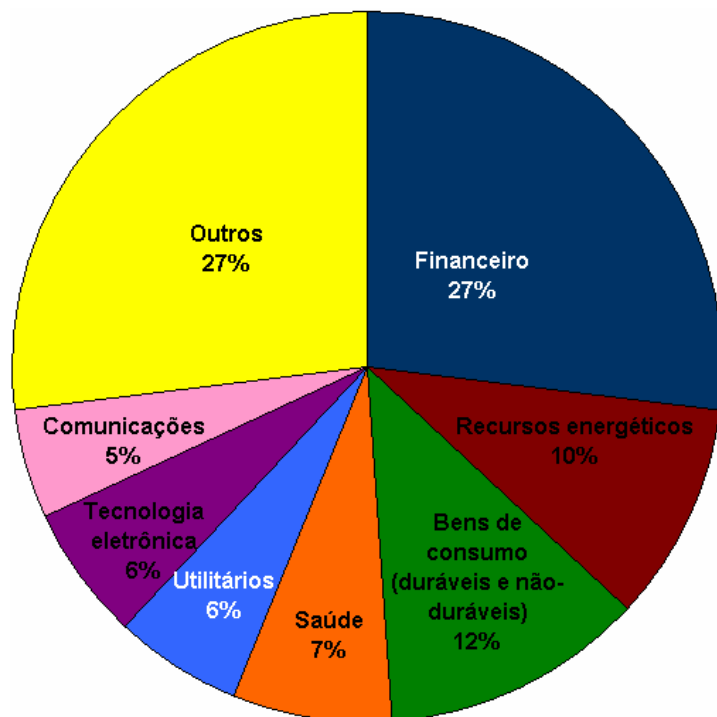
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de GLOBAL MONITOR, 2008.

Outros dados ressaltam que não há diferenças tão gritantes de investimento por setores em países desenvolvidos e países não desenvolvidos. Nos Gráficos 39 e 40 a seguir é possível observar que os investimentos em *equities* no setor financeiro são os mais expressivos em ambas

as regiões. E o mais interessante é que, embora os países da OCDE tenham sistemas financeiros mais desenvolvidos, os FSR investem nesse setor mais nos países fora da OCDE (35%) do que nos países da própria OCDE (27%).

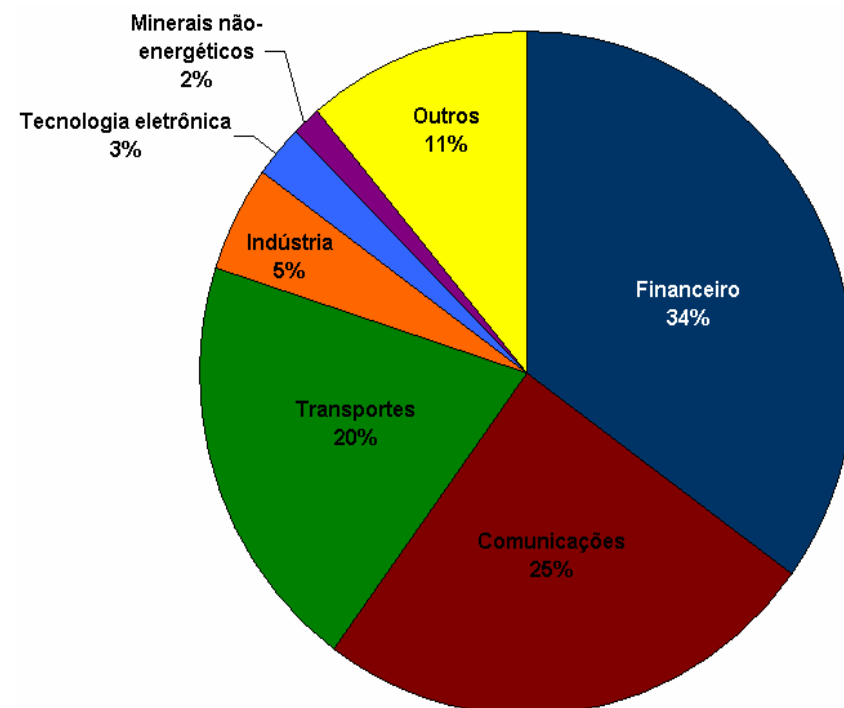
Uma diferença importante, por outro lado, está no peso dos investimentos no setor energético, que é altamente significativo nos países da OCDE (correspondendo a 10% dos investimentos), enquanto nos países fora desta região não alcança nem 1%. Em seguida, os setores investidos na OCDE apresentam proporções menores: bens de consumo duráveis e não-duráveis, 12%; saúde, 7%; utilitários, 6%; tecnologia eletrônica, 6%; comunicações, 5%; e outros, 27%. Já para os países fora da OCDE, o segundo setor mais proeminente é o de comunicações, com 25%; seguido por transporte, 20%; indústria, 5%; tecnologia eletrônica, 2%; minerais energéticos, 2%; e outros, 11%. Logo, nota-se que os investimentos na OCDE são muito mais diversificados em relação àqueles realizados nas outras partes do mundo, que se concentram significativamente nos setores financeiro, de comunicações e transporte.

Gráfico 39: Investimentos em equity nos países da OCDE por setores (2009)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de AVENDAÑO; SANTISO, 2009: 21.

Gráfico 40: Investimentos em equity nos países fora da OCDE por setores (2009)

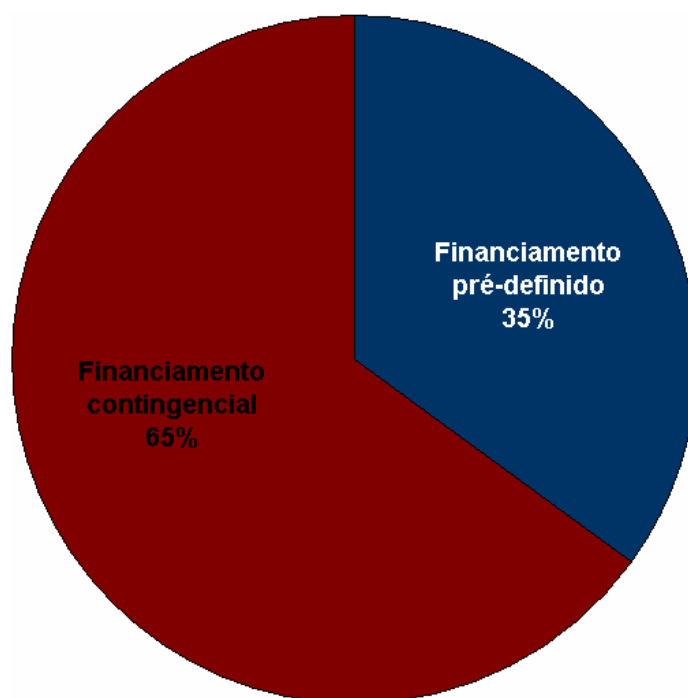


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de AVENDAÑO; SANTISO, 2009: 21.

Continuidade do financiamento dos investimentos e gerenciamento de risco

Por fim, os últimos aspectos das políticas e estratégias de investimento dos FSR referem-se às definições para a continuidade do seu financiamento e seus mecanismos de gerenciamento de risco. Primeiramente, a questão da continuidade do financiamento não é muito clara, uma vez que são pouquíssimos os fundos que estabelecem regras de financiamento em suas políticas de investimento, definindo, por exemplo, as porcentagens da fonte de financiamento para nutrir continuamente o volume do fundo.

Gráfico 41: Definição dos critérios de financiamento dos FSR



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

Já a definição acerca do volume do fundo pode ser comprometido na alocação do seu portfólio, e das regras de uso e retirada do capital valorizado dentro do próprio fundo, também são importantes para garantir a continuidade dos investimentos, embora poucos fundos também adotem essas medidas. Conforme pode ser visto no Gráfico 41 acima, dos trinta FSR analisados, apenas 35% deles apresentam definições claras sobre seu financiamento, contra 65% que

apresentam formas contingenciais. A ausência do estabelecimento de regras mais robustas para a continuidade de financiamento indica que grande parte dos FSR ainda é operada em caráter contingencial. Isso se relaciona especialmente ao gerenciamento dos riscos²⁸ oriundos desses investimentos, estabelecidos por *benchmarks*, que são ferramentas de monitoramento e controle dos riscos baseadas em portfólios de referência para comparar o desempenho do próprio FSR. É observável uma grande heterogeneidade nos tipos de *benchmarks* e em suas aplicações. A maioria dos FSR adota índices de mercado para basear sua gestão do risco, mas alguns criam seus próprios índices. Em relação ao seu uso, alguns fundos apresentam *benchmarks* específicos para cada classe de ativo, enquanto outros utilizam um critério geral para todos os investimentos baseado no retorno total (ZIEMBA, 2008). A partir do Gráfico 42 a seguir, nota-se que os FSR ainda possuem critérios para o gerenciamento de risco pouco desenvolvidos: apenas 57% dos trinta fundos analisados divulgam os *benchmarks* utilizados (os dados sobre os critérios de financiamento e os *benchmarks* para cada um dos trinta FSR analisados podem ser vistos no Anexo A-XIII).

Esse quadro pouco desenvolvido de políticas para a continuidade de financiamento e o controle dos riscos pode questionar o potencial de instabilidade oriundo de um frágil monitoramento do desempenho dos FSR. Mas a despeito disso, em geral os autores consideram que esses investimentos causam pouca instabilidade nos mercados em que eles investem em virtude da porcentagem que correspondem em relação ao montante total investido. Por exemplo, os investimentos em renda fixa dos FSR correspondem apenas a 2% de todo esse mercado, enquanto os investimentos em *public equities* dos FSR correspondem a apenas 3,5%, e dos alternativos, 6,7% do total (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 15-6).

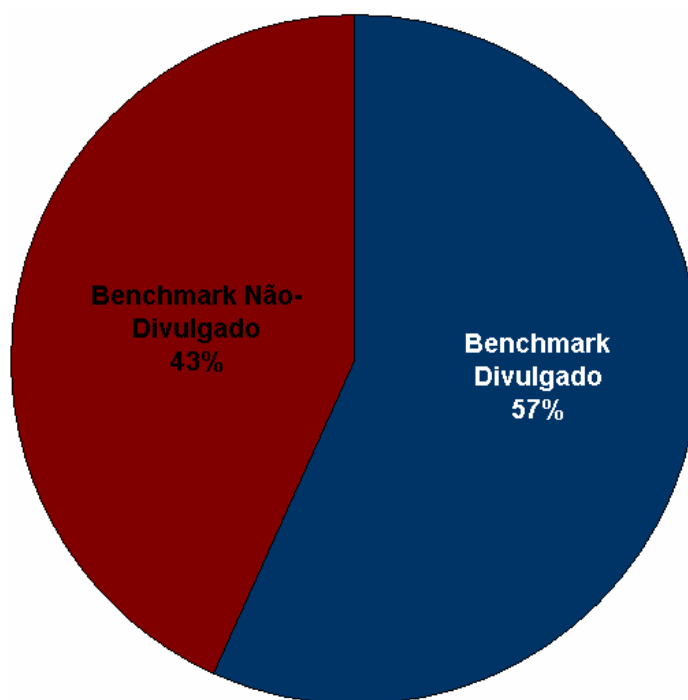
Ademais, a diversificação dos seus ativos, baseada em horizonte de longo prazo, e a tendência dos fundos em desenvolver critérios mais sólidos para a avaliação de riscos (*benchmarks*), impedem que os investimentos causem efeitos desestabilizadores de maior

²⁸ Há quatro tipos de riscos em relação aos FSR. Em primeiro lugar, os riscos financeiros, compreendidos em: riscos de mercado (taxa de câmbio, taxa de juros e preço das *commodities* e dos *equities*); riscos de crédito; riscos de liquidez. Depois, os riscos operacionais, que são aqueles referentes a falhas no sistema de operação e controle do fundo, como por exemplo, os riscos pessoais (fraude ou incompetência); os riscos da continuidade do negócio; os riscos processuais; os riscos tecnológicos; e os riscos legais. Em seguida, os riscos regulatórios, originários de mudanças nas leis e normas que impactam a operação dos FSR, como por exemplo, mudanças nas leis dos países receptores. E finalmente, riscos de reputação, relacionados à má publicidade direcionada às práticas do fundo e que podem prejudicar a posição do país e do fundo internacional, além de poder reduzir o retorno dos investimentos (INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, 2008:23).

proporção (BECK; FIDORA, 2008: 24). Essas características reforçam, assim, o argumento de que os FSR não apresentam um impacto negativo nos mercados financeiros, pelo contrário, podem ser considerados fundos que trazem maior estabilidade em virtude da natureza de longo-prazo e não especulativa dos seus investimentos.

Por outro lado, como indicado na introdução dessa dissertação, existe uma gama de problemas e instabilidades gerada pelos FSR que não está relacionada aos investimentos e seus impactos nos mercados financeiros em si, uma vez que, mesmo sendo fundos controlados pelos Estados, nota-se uma relativa profissionalização de seu controle e da operação dos investimentos. Isso significa, portanto, que as controvérsias pautam-se justamente nas disputas dos interesses entre os países investidores e os países receptores, como será discutido a seguir.

Gráfico 42: Uso de benchmarks



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

PARTE II

INTERPRETAÇÕES SOBRE O CONTROLE ESTATAL DOS FSR

As controvérsias levantadas pelos FSR a partir dos países receptores

Cada uma das características dos FSR apresentadas na primeira parte desse capítulo é considerada problemática por grande parte dos países receptores, especialmente dos países da OCDE. As críticas aos FSR estão direcionadas para as seguintes questões: em relação ao controle e gerenciamento dos FSR pelos Estados, aponta-se que eles são instrumentos que fortalecem internacionalmente inúmeros regimes autoritários; em relação aos propósitos dos FSR, critica-se seu objetivo estratégico, que estaria atrelado a políticas nacionalistas e desleais que minam as estruturas de livre mercado e da globalização financeira; no que tange suas políticas e estratégias de investimento, o problema é apontado no mesmo sentido, isto é, que a atuação dos Estados distorce os mercados financeiros ao introduzir uma concorrência desleal frente a iniciativa privada; finalmente, em relação às orientações geográficas e setoriais de investimento, os FSR são criticados por controlar setores estratégicos dos países desenvolvidos com claros propósitos geopolíticos. Em resumo, os FSR, a partir de suas características, apontariam para uma nefasta intervenção dos Estados nos mercados financeiros internacionais.

Mas como evidencia a apresentação das características dos FSR, todos esses pontos levantados são altamente controversos. A respeito do controle e gerenciamento operacional dos FSR pelos Estados, vários alegam que os FSR apresentam um domínio político excessivo, e por isso, toda sua estruturação – seus propósitos, suas políticas, suas estratégias e seus portfólios de investimento – estaria atrelada às políticas duvidosas dos Estados os quais controlam os fundos (BREMNER, 2009 b; DREZNER, 2008 a; GILSON, MILHAUPT, 2008; LYONS, 2007 b). Isso resultaria em desdobramentos negativos para a globalização financeira, como por exemplo, distorções de mercado, ineficiências, competição desleal com o setor privado, o que seria mais problemático quando esses Estados estão sob a forma de regimes autoritários. Esses governos apresentariam duas vantagens sobre aqueles controlados por governos democráticos. Em primeiro lugar, porque regimes autoritários podem ser menos transparentes do que regimes democráticos,

já que não há nenhum compromisso com a prestação de contas das políticas adotadas para a sociedade em geral. Logo, os FSR desses regimes poderiam realizar investimentos de grande alçada mesmo que esses fossem considerados socialmente inadequados, porque regimes não-democráticos são amplamente capazes de suprimir o dissenso (DREZNER, 2008 b: 16-7). O controle desses investimentos por governos autoritários também repercutiria em propósitos desatrelados de benefícios sociais e mais voltados para o próprio enriquecimento da classe dirigente. Entende-se que em regimes autoritários as transações econômicas muitas vezes não são feitas tendo como base leis comerciais ou responsabilidades públicas, mas sim contratos pessoais. Nesse sentido, os FSR ampliariam os problemas de corrupção e abuso de poder já existentes nesses países, e em última instância, seriam os principais rivais do livre mercado e da democracia (COHEN, 2009: 8).

Por outro lado, alguns estudos desenvolvidos acerca dos vieses políticos dos FSR em seus investimentos apontam para resultados opostos. O estudo de Avenaño e Santiso (2009) realizou uma comparação entre o comportamento de investimentos dos FSR, por um lado, e dos fundos mútuos controlados por agentes privados, por outro. As comparações acerca das características dos portfólios, da distribuição setorial e da localização geográfica dos investimentos, além de incluir uma análise dos regimes políticos dos maiores países receptores de investimentos tanto de FSR quanto de fundos mútuos, resultaram na conclusão de que *“the fear that sovereigns with political motivations use their financial power to secure large stakes in Western companies is shown to be unfounded. We find that SWF investment decisions do not differ greatly from those of other wealth managers”* (AVENAÑO, SANTISO, 2009:7, grifo meu).

Esse resultado também torna controverso o argumento de que a amplitude dos investimentos em países desenvolvidos e a concentração dos portfólios nos setores financeiro e energético confirmariam a orientação dos FSR para objetivos estratégicos e geopolíticos, especialmente daqueles fundos controlados por países não-democráticos. Não obstante, um fator fundamental para explicar porque as aplicações financeiras dos FSR se destinam especialmente para os países mais desenvolvidos é a correlação positiva entre o desenvolvimento dos países e o tamanho de seu mercado de capitais. Os países da OCDE são aqueles que possuem mercados de capitais muito amplos e desenvolvidos, com grandes empresas de capital aberto negociado ou em bolsas de valores ou que se lançam em *private equities*, em oposição aos mercados de capitais da maioria dos países que possuem FSR, que geralmente são médios ou pequenos. E é necessário

frisar também que não apenas os FSR buscam investimentos lucrativos, mas os próprios mercados financeiros dos países mais desenvolvidos disputam o dinheiro desses fundos. Tanto os mercados de *equities* quanto os de fundos *hedge* realizam fortes estratégias de atração dos investimentos dos FSR, garantindo a eles condições de altos retornos (MORRIS, 2009: 149). Logo, para além das orientações políticas na escolha da localização geográfica dos investimentos, a situação de maior desenvolvimento dos mercados financeiros dos países desenvolvidos é um fator de extrema relevância para explicar o padrão geográfico dos investimentos dos FSR (AGARDI; ALCOUFFE, 2008: 8).

Ademais, vários FSR estão buscando uma maior diversificação dos seus investimentos para além dos países desenvolvidos. Os FSR do Oriente Médio, por exemplo, possuem grande parte de seus ativos localizados nos Estados Unidos: desde 2006, o número de aquisições realizadas nos Estados Unidos ampliou mais que 100%, enquanto o valor transacionado com este país aumentou em mais de 400% (ENGLAND, 2008). Entretanto, começaram a adotar uma estratégia de diversificação geográfica após os problemas concernentes à estratégia de segurança e defesa dos Estados Unidos a partir de 2001. Já os FSR asiáticos, embora destinem seus investimentos particularmente para os Estados Unidos e a Europa, passaram a realizar mais investimentos regionais como uma política de investimentos alternativa à medida que seus maiores países receptores ameaçaram estabelecer medidas restritivas aos fluxos de capital oriundos dos FSR.

Não obstante, mesmo se esses Estados fossem democráticos ou não investissem em setores considerados estratégicos, os críticos dos FSR ressaltam que ainda assim o problema do Estado se recolocaria no sentido de estabelecer uma concorrência desleal, que distorce profundamente os mercados financeiros. Os Estados teriam tamanho e poder acima dos competidores privados, o que significaria um maior acesso a informações privilegiadas, bem como maior disponibilidade de instrumentos de manipulação dos preços e dos riscos do mercado. Haveria também as próprias limitações dos mercados financeiros em conseguir regular competidores com o porte e as prerrogativas estatais, porque qualquer tentativa de controle se desdobraria em problemas políticos profundos (GREENE; YEAGER, 2008: 259-60)²⁹.

²⁹ Greene e Yeager (2008) exemplificam esse problema: “*Former US Treasury Secretary Larry Summers gave an example at the Davos World Economic Forum of the potential political ramifications of SWF investments – the Norway Government Pension Fund’s short-selling of Icelandic bank bonds two years ago. In this case the Prime Minister of Iceland protested publicly, which demonstrates how investments by foreign governments can complicate*

As respostas políticas dos países receptores: FSR entendidos como potenciais ameaças à segurança nacional

É perceptível que o debate sobre os FSR nos países receptores ainda é bastante controverso, de modo que podem ser observadas abordagens e visões amplamente distintas, como discordâncias significantes não apenas sobre o papel da atuação dos FSR, mas particularmente sobre as respostas políticas necessárias em relação ao seu crescimento e dinâmica. Ao mesmo tempo em que uma parte do debate apresenta um tom de urgência no que se refere à possível ameaça que os FSR podem representar à estabilidade financeira e à segurança nacional dos países receptores, por outro lado, há uma tentativa de amenizar os impactos geopolíticos e ressaltar os impactos econômicos benéficos desses fluxos.

Esse quadro de indefinições emerge pelo fato de que, até o presente momento, não foi observado nenhum abuso claro de poder por parte dos FSR em função do controle e gerenciamento estatais. Inclusive os autores que são reticentes a esses investimentos admitem que as ameaças oriundas dos FSR realmente ainda são observadas apenas em um plano hipotético. Geralmente as análises que acusam o papel do Estado são concluídas com certas dúvidas: “*they do not appear to be active in ways that threaten the economic or national security of foreign countries where they invest*” (MIRACKY *et.al.*, 2008: 4); “*there is little evidence of any ulterior foreign policy motives in practice*” (KIMMIT, 2008: 124).

Nesse contexto de indefinições, os países receptores preferiram adotar medidas de maior controle dos investimentos dos fundos sob o argumento de que o comportamento atual dos FSR não significa que será mantido no futuro (DREZNER, 2008 a; TRUMAN, 2008:3), de modo que o problema passou a ser analisado da perspectiva da segurança nacional. Em outras palavras, os investimentos dos FSR passaram a ser tratados como ameaças potenciais aos países receptores uma vez que eles podem promover, pelo menos indiretamente, o poder político internacional e a posição geopolítica dos países investidores no interior dos países receptores. Tratar os FSR como um problema de ameaça nacional seria uma medida preventiva: afinal, se não se pode comprovadamente afirmar que os investimentos dos FSR estão orientados por vieses políticos,

efforts at cross-border enforcement, in this case by escalating what would otherwise be a regulatory issue into a political one. It also bears mentioning that in the USA, even if a foreign securities regulator did not actively cooperate in an enforcement action against that country's SWF, the SEC has the ability to take action against entities with assets in the USA. A basic principle of the law of sovereign immunity in the USA is that commercial activity by sovereign entities should not be beyond the reach of US Law” (GREENE; YEAGER, 2008: 260).

não se pode negar que a ausência de transparência nos relatórios financeiros dos FSR, nas estratégias de investimento, na composição dos portfólios e nos montantes investidos é um fator para grande preocupação, logo, medidas de controle dos FSR deveriam ser adotadas.

Mesmo países com alto grau de abertura na conta de capitais nunca deixaram de adotar certos controles em relação a investimentos estrangeiros em empresas e setores considerados estratégicos. Tradicionalmente, a indústria de defesa, dentre outras relacionadas à segurança nacional, sempre foi protegida de investimentos estrangeiros. Porém, o recente problema tem sido a ampliação da proteção de indústrias estratégicas para outros setores que não o de defesa. Uma gama de segmentos econômicos de diversas naturezas passou a ser entendida como essencial para a segurança nacional: infraestrutura, energia, empresas com certas tecnologias, além de critérios mais amplos (e muitas vezes subjetivos), como setores que protegem a ordem pública ou a segurança econômica do país (GENERAL ACCOUNTABILITY OFFICE, 2008).

Os controles a investimentos estrangeiros, portanto, passaram a ocorrer em situações que geralmente seriam consideradas livres de qualquer preocupação em termos de segurança nacional, como por exemplo, em relação a investimentos estatais atrelados a uma posição passiva, sem participações acionárias. Reações mais assertivas por parte dos países receptores iniciaram-se no ano de 2005, com o caso da venda Unocal, uma empresa de petróleo americana, para a empresa petrolífera chinesa CNOOC – *China National Offshore Oil Corporation*. Em seguida, no ano de 2006, houve uma reação à tentativa de aquisição da *Peninsular and Oriental Steam Navigation Company* (P&O), empresa portuária britânica com portos nos Estados Unidos, pelo *Dubai Ports*, que faz parte do FSR *Dubai World*. No primeiro caso, os Estados Unidos colocaram vários empecilhos para a realização da venda, mas o processo acabou se concretizando. Já no caso da P&O, a transição foi vetada pelos Estados Unidos por motivos de segurança, mas chegou a ser concretizada após a venda das operações americanas. Em um primeiro momento, realmente essas aquisições pareciam estratégicas e teriam, portanto, um potencial de ameaça à segurança nacional; entretanto, uma análise mais detida sobre ambos os processos revela uma outra interpretação acerca das reticências que os Estados Unidos impuseram a essas transações comerciais:

“A queixa de 2005 foi suscitada pela oferta feita por uma empresa estatal de petróleo chinesa para comprar a Unocal, que tinha sido posta em leilão por outros ofertantes. Sendo apenas a décima segunda maior empresa

de petróleo americana, a Unocal não poderia ser considerada um ativo estratégico, e suas propriedades estavam situadas basicamente na periferia chinesa – era bem o tipo de aquisição racionalizadora que os bancos de investimento promovem o tempo todo. (...) O segundo negócio envolveu a compra por Dubai do controle acionário de um operador portuário global de Londres ... Dubai, um dos principais aliados americanos no Golfo Pérsico, achava que estava fazendo um investimento de portfólio. Não exerceria nenhuma função administrativa e por certo não ia ‘arabizar’ as operações” (MORRIS, 2009: 150, grifo meu).

Outros investimentos estatais, relacionados ou não aos FSR, também foram colocados sob o escrutínio das regulações nacionais para investimentos estrangeiros sob a justificativa de segurança nacional, conforme a Tabela 6 a seguir apresenta: algumas transações apenas suscitaram uma discussão intensa, mas foram realizadas, enquanto outras foram sumariamente vetadas.

O conjunto dessas aquisições problemáticas resultou em uma reavaliação da maioria dos processos sobre investimentos estrangeiros relacionados à segurança nacional nos países da OCDE, reavaliação essa que apresentou uma tendência claramente protecionista. Tal tendência coloca em questão o processo de globalização financeira ao questionar políticas importantes para sua consolidação, como a liberalização, a desregulamentação e privatização comercial, industrial e financeira (MARCHICK; SLAUGHTER, 2008: 27). Em outras palavras, para os países receptores, todo o processo de realocação dos ativos econômicos do setor público para o setor privado realizado pelos Estados nas últimas décadas do século XX perderia sentido no momento em que as empresas e as ações à venda são controladas por governos estrangeiros, especialmente àqueles autoritários e com baixo grau de desenvolvimento. Além dos problemas de ineficiência e distorções que o controle estatal pode causar, os países desenvolvidos “*question why they should privatize stated-owned enterprises only to see them snapped up by foreign entities*” (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:17).

Tabela 6: Maiores Projetos de Investimentos Estatais Barrados pelos Países Receptores

Ano	País investidor	País Receptor	Projeto	Valor (US\$)
2004	China	Estados Unidos	Aquisição da IBM pelo grupo Lenovo China	1,75 bi
2005	China	Estados Unidos	Aquisição da empresa de petróleo Unocal pela CNOOC – <i>China National Offshore Oil Corporation</i>	18,5 bi
2006	Dubai	Reino Unido/ Estados Unidos	Tentativa de aquisição da empresa <i>Peninsular and Oriental Steam Navigation Company</i> (P&O) pela <i>Dubai Ports</i> , que faz parte do fundo Dubai World. Essa companhia britânica é a quarta maior operadora do mundo, com portos também nos Estados Unidos (Nova York, Nova Jérsei, Filadélfia, Baltimore, Nova Orleans e Miami. A aquisição dos portos americanos foi vetada pelos Estados Unidos.	-
2007	China	Estados Unidos	Aquisição de 9,9% das ações do <i>Blackstone Group L.P.</i> , mas apenas sob a forma de exclusão do direito de voto.	3 bi
2007	Qatar	Reino Unido	A empresa de investimentos <i>Delta Two</i> , pertencente à família real do Qatar, ampliou o controle da empresa J Sainsbury Plc de 7,6% para 25%, tornando-se a maior investidora individual da empresa.	1,5 bi
2007	China e Singapura	Reino Unido e Holanda	O banco de desenvolvimento da China e o FSR de Singapura investiram, respectivamente, US\$ 3 e 2 bilhões na empresa <i>Barclays Plc</i> , com uma oferta condicional de US\$ 19 bilhões em investimentos caso ocorra a fusão com a empresa holandesa ABN Amro.	5 bi
2007	EAU	Estados Unidos	A aquisição de 4,9% do <i>Citigroup</i> pelo fundo soberano AIDA, dos EAU, levou a uma investigação da Reserva Federal dos Estados Unidos.	7,5 bi

Fonte: KERN, 2007:8. Para a lista das empresas mais importantes nas quais os FSR possuem participações acionárias, ver o Anexo A-XIV.

Assim, os FSR potencialmente poderiam ser um elemento de retrocesso à globalização financeira em virtude, por um lado, da própria atuação estatal na esfera financeira, e por outro, pelas reações nacionalistas e protecionistas dos países receptores. Assim, a despeito de proclamarem o comprometimento com o livre mercado e o livre fluxo de capitais, o argumento de que o controle dos FSR pelos Estados significava um retrocesso à liberalização financeira permitiu que uma série de leis de controle de investimentos externos fosse revisada sob moldes protecionistas³⁰.

Reforça-se que o principal foco de controvérsia está relacionado ao fato de que “*the growth in sovereign assets is turning the official sector into an active investor group*” (IMF, 2007 b: 45, grifo meu). Em outras palavras, ao mesmo tempo em que é o processo de globalização produtiva e financeira que permite a criação e o desenvolvimento dos FSR, não há uma definição clara sobre qual seria o papel do Estado na gestão de ativos financeiros. Simultaneamente ao surgimento e às possibilidades de investimento dos FSR como resultado do aprofundamento desses processos, as reações protecionistas dos países receptores podem levar a seu retrocesso: “*legitimate caution about SWFs could easily spill over into illegitimate hysteria*” (BAHGAT, 2008: 1204). Logo, é necessária uma análise mais detida das razões pelas quais esses investimentos estatais se tornaram problemáticos da perspectiva dos países receptores, já que não há um consenso de que os FSR sejam ameaças diretas à globalização financeira.

Há duas interpretações gerais sobre o papel do Estado como ativo investidor dos mercados financeiros por meio dos FSR: a primeira é a da existência de “um capitalismo de Estado”, no qual os FSR seriam comprovadamente uma ferramenta financeira de projeção de poder geopolítico dos Estados; a segunda consiste em uma interpretação “precatória”, na qual os motivos que levam os Estados a tomar um papel ativo como agentes financeiros estão relacionados às incertezas do sistema financeiro atual, o que justificaria uma postura defensiva contra a reversão abrupta das condições favoráveis da economia internacional. Ambas as interpretações serão colocadas em debate segundo a necessidade de problematização mais consistente do papel do Estado como um investidor financeiro a partir das relações entre Estado e mercados e das novas prerrogativas estatais em um sistema financeiro internacional caracterizado pela desregulamentação e pela liberalização das transações financeiras.

³⁰ A discussão acerca dos quadros regulatórios de controle de fluxos de capitais erguidos pelos países receptores será feita no capítulo seguinte, quando se discutirá o debate regulatório em âmbito nacional e internacional.

FSR: Um Capitalismo de Estado?

A emergência dos FSR, bem como de outras formas de controle e gestão estatal de ativos econômicos, é entendida por alguns autores como um fenômeno integrado a um processo mais amplo de rejeição do livre mercado face a uma maior proeminência da intervenção estatal. Esse processo é denominado por esses autores como capitalismo de Estado, entendido como um sistema baseado no controle da economia pelas forças estatais com o objetivo de ampliar o seu poder político. Esse processo seria marcado por um novo período de competição entre modelos antagônicos, tal qual a disputa que havia na Guerra Fria; mas enquanto naquele período histórico a competição ocorria entre ideologias políticas rivais, o momento atual implicaria em uma rivalidade entre modelos políticos e econômicos: o modelo do capitalismo de livre mercado e o modelo do capitalismo de Estado.

“‘Sovereign wealth funds’, a recently coined term for state-owned investment portfolios, account for one-eighth of global investment, and that figure is rising. These trends are reshaping international politics and the global economy by transferring increasingly large levers of economic power and influence to the central authority of the state. They are fueling the large and complex phenomenon of state capitalism” (BREMNER, 2009 a, grifo meu).

A principal característica desse modelo estaria na subordinação do poder econômico ao poder político a partir da unificação das estruturas de decisão econômica e política sob o controle e gestão do próprio Estado. Com essa articulação, o controle das decisões econômicas de investimento passaria a ser realizado pela burocracia estatal³¹ em função dos objetivos políticos do Estado em questão, geralmente voltados para a manutenção da elite governante no poder simultaneamente a uma tentativa de reorganização da hierarquia de poder internacional. O desenvolvimento de tais estruturas capitalistas de Estado ocorreria especialmente em países relativamente excluídos das relações de globalização com o Ocidente, com o objetivo de questionar sua posição por meio da imposição do poder político contra a iniciativa privada predominante nos países desenvolvidos (LYONS, 2007 a: 1).

³¹ Um caso interessante é o da Rússia: enquanto o antigo primeiro-ministro, Mikhail Fradkov, é atualmente o presidente da Gazprom, o antigo presidente dessa empresa é agora o presidente da Rússia Dmitry Medvedev (BREMNER, 2009 a).

O capitalismo de Estado seria, nesse sentido, uma reação contra as pressões liberalizantes exercidas pelos países ocidentais desde a década de 1970, reação esta articulada em quatro ondas de expansão. A primeira onda refere-se às crises do petróleo da década de 1970, que transformaram este recurso em um instrumento geopolítico, revertendo a posição política dos países exportadores. A segunda onda remete aos anos 1980 e 1990, quando ocorreu um processo de reformas liberais não apenas nos países desenvolvidos, mas especialmente em vários países emergentes, como Rússia, China, Índia, Brasil, Indonésia, África do Sul e Turquia, além dos países que outrora faziam parte do bloco soviético. Entretanto, os autores dessa interpretação apontam que as reformas liberalizantes nesses últimos países foram incompletas, já que as elites dominantes ainda carregavam os compromissos com os valores de intervenção estatal. Com isso, o comprometimento desses países com os valores do livre-mercado foram limitados: *“given the relative immaturity of their governing institutions, emerging-market states are those in which politics matters at least as much as economic fundamentals for the markets”* (BREMNER, 2009 a). A terceira onda desse processo é marcada pela emergência definitiva dos FSR, entendidos como um instrumento de desafio ao controle ocidental dos fluxos de capital. Finalmente, a quarta onda seria caracterizada pela adoção do modelo de capitalismo de Estado até mesmo pelos países amplamente marcados pelo livre mercado, como os Estados Unidos e os países da União Europeia³². Esses países ampliariam a intervenção estatal, mesmo que com grandes reticências a esse processo, como uma resposta às crises econômicas e financeiras dos últimos anos, em que os Estados tiveram que recuperar bancos privados e empresas, injetar liquidez e reforçar seu papel de prestador de última instância; de modo que nessa quarta fase o capitalismo de Estado em âmbito global emerge, sobretudo, da recessão financeira global. Esse movimento de combate ao capitalismo de mercado estaria embasado em quatro pilares principais de predominância do poder político sobre o econômico: as corporações petrolíferas, as empresas estatais, as empresas privadas dependentes do Estado e os próprios FSR (BREMNER, 2009 a; LYONS, 2007 a: 5). Esses pilares estariam vinculados a uma estratégia nacionalista de desenvolvimento interno do

³² O interessante é que países como os Estados Unidos, por exemplo, não seriam considerados “capitalistas de Estado”, pelo seguinte motivo: *“No, the U.S. government has traditionally been more involved in some sectors than others. But that is not state capitalism. Consider the history of the U.S. oil sector. Crude oil has been a strategically vital resource for the United States for many decades. Yet, though the U.S. government exerted heavy political influence to try to jumpstart construction on the Baku-Tbilisi-Ceyhan pipeline from the Caspian Sea to Turkey, oil companies took a very long time to invest in it because the U.S. government offered little in the way of tangible subsidy. Compare that with China’s international investment strategy in access to key commodities”* (BREMNER, 2009 c)

país e a governos amplamente controladores, em grande parte totalitários ou com regimes democráticos bastante duvidosos. Assim, esses quatro pilares representariam a manipulação dos resultados do mercado visando propósitos políticos específicos, seja a sobrevivência da própria estrutura estatal, seja a manutenção dos interesses pessoais envolvidos na burocracia autoritária.

Analisando esses quatro pilares do capitalismo de Estado, temos, em primeiro lugar, a gestão do petróleo, recurso energético fundamental para a expansão econômica global, que é feita especialmente pelo controle estatal. As treze maiores petrolíferas são pertencentes a Estados, controlando mais de 75% das reservas globais, dentre elas: a Aramco da Arábia Saudita; a Empresa de Petróleo Nacional do Irã; a Petróleo da Venezuela S.A. (PDVSA); a Gazprom e a Rosneft da Rússia; a Corporação de Petróleo Nacional da China; a Petronas da Malásia; e a Petrobras do Brasil (BREMNER, 2009 a). Isso significaria que os países mais dependentes de petróleo, isto é, os países desenvolvidos, estariam vulneráveis às manipulações desse mercado por parte dos Estados, indicando uma proximidade com a interpretação do neomercantilismo.

Não apenas o setor energético estaria politicamente controlado, mas também outros setores importantes como mineração, petroquímica, eletricidade, transportes, telecomunicações etc. Novos monopólios foram gerados em função do controle estatal de setores chave, e com isso essas empresas conquistaram projeção inclusive mundial ao conseguirem efetuar seus processos de internacionalização. Muitas empresas privadas também conseguiram se internacionalizar em virtude de contratos privilegiados, créditos e subsídios garantidos por recursos estatais. Com isso, essas empresas têm conseguido realizar várias aquisições hostis (*hostile takeovers*) não apenas de empresas nacionais, mas sobremaneira de empresas estrangeiras dos países desenvolvidos³³.

Essa maciça transferência dos ativos econômicos da esfera privada para o controle da esfera estatal apenas seria sustentável enquanto os Estados conseguissem subsidiar o peso da máquina política e econômica cada vez mais ineficiente. A leitura é a de que, em um capitalismo

³³ Bremner apresenta vários exemplos de indústrias nacionais que conseguiram conquistar mercados internacionais por meio das próximas relações com seus respectivos Estados: “*In Russia, any large business must have favorable relations with the state in order to succeed. The national champions are controlled by a small group of oligarchs who are personally in favor with the Kremlin. The companies Norilsk Nickel (mining); Novolipetsk Steel and NMK Holding (metallurgy); and Evraz, SeverStal, and Metalloinvest (steel) fall into this category. In China, the same applies, albeit with a wider, less high-profile ownership base: the AVIC empire (aircraft), Huawei (telecommunications), and Lenovo (computers) have all become state-favored giants run by a small circle of well-connected businesspeople. Variations of the privately owned but government-favored national champions have cropped up elsewhere, including in still' relatively free-market economies: Cevital (agroindustries) in Algeria, Vale (mining) in Brazil, Tata (cars, steel, and chemicals) in India, Tnuva (meat and dairy) in Israel, Solidere (construction) in Lebanon, and the San Miguel Corporation (food and beverage) in the Philippines*” (BREMNER, 2009 a).

de Estado, a única forma de se gerar vantagens competitivas é por meio dos subsídios estatais, pois, o mercado se tornaria progressivamente menos competitivo e cronicamente ineficiente. As distorções dos mercados seriam visíveis na inflação dos ativos, sejam eles *commodities* energéticas, sejam ativos financeiros, e na baixa produtividade e desenvolvimento tecnológico de exploração e produção.

Os FSR entrariam, nesse sentido, como o principal instrumento para a sustentação das ineficiências desse capitalismo de Estado, pois enquanto a capacidade de financiamento seria o limite último para a sua expansão, a valorização dos FSR seria a principal fonte financiamento das empresas estatais e empresas privadas nacionais. Os FSR trariam maior fôlego de financiamento porque é feito sem ampliar a massa monetária doméstica, evitando assim o risco inflacionário e os déficits públicos. Os FSR não teriam apenas a função de “banco de investimentos”, mas também seriam ferramentas para alcançar o controle de empresas estrangeiras a partir da aquisição de ações com posições majoritárias em empresas importantes. Em resumo, o objetivo predominante dos Estados desenvolverem FSR seria o de sustentar financeiramente o poder estatal: *“like all investments funds, SWFs look to maximize returns. But for state capitalists, these returns can be political as well as economic”* (BREMNER, 2009 a, grifo meu). Isso promoveria, por sua vez, uma evidente mudança na hierarquia de poder mundial: *“The growth of SWFs and the location of countries from which they originate provides another example of how the balance of economic and financial power is shifting”* (LYONS, 2007 a:5).

Esses elementos comprovariam os objetivos de maximização política, e não econômica, dos FSR. Estes, como um dos pilares do capitalismo de Estado, promoveriam o enfraquecimento do capitalismo de mercado e da própria globalização financeira, pois a extensão do controle político sustentaria um modelo econômico oposto a esse processo. Por isso, para os países desenvolvidos, não haveria saídas de controle a não ser o retrocesso do livre mercado e o recrudescimento global de medidas protecionistas e neomercantilistas, explicando assim as reações da Europa e dos Estados Unidos ao classificarem os FSR como potenciais ameaças à segurança nacional. Sem contar as severas ineficiências produtivas trazidas por tal intervenção, já que a economia global seria controlada por burocratas com nenhuma experiência de mercado, e cujas orientações seriam políticas, e não voltadas para a eficiência econômica. Logo, as consequências dos FSR e deste capitalismo de Estado seriam incontrolláveis, em virtude da própria imprevisibilidade da ação estatal, restando aos países de capitalismo de mercado ou

retroceder para medidas de caráter protecionista, ou então, realizar um processo amplo de resistência e controle dos FSR, limitando assim os potenciais de expansão desse capitalismo de Estado.

O problema da oposição entre Estado e mercado e poder político e econômico

A interpretação do capitalismo de Estado para analisar o papel dos FSR na economia política internacional contemporânea levanta questões importantes sobre o particular papel do Estado no processo de globalização financeira. Há, entretanto, algumas limitações nessa argumentação, especialmente no que se refere aos seus pressupostos teóricos de base liberal e fundados em uma suposta oposição entre Estado e mercado e entre poder político e poder econômico. Na interpretação dos FSR como resultado de um capitalismo de Estado, o argumento de fundo é o da dualidade entre o sistema de mercado e o sistema interestatal. Essa oposição entre os dois sistemas levaria a uma classificação limitadora dos FSR como um instrumento que amplia o sistema interestatal em detrimento ao sistema de mercado.

Essa dualidade é originária da concepção de que a política e a economia são dois universos plenamente autônomos: a política é entendida como o predomínio do Estado, e a economia, como o predomínio da iniciativa privada, e as relações entre essas duas esferas se dariam em termos de rivalidade e oposição. A separação entre maximização do poder político e maximização do poder econômico também são expressas em termos dessa dualidade, já que os FSR seriam um resíduo de um poder estatal predominante sobre o poder econômico. A crítica aos FSR estaria, pois, no fato de que eles seriam um empecilho para o aprofundamento de uma ordem liberal na qual *“the developing economies would mature (each as its own tempo) into a state of grace in which economic balances, not politics, would drive local markets”* (BREMNER, 2009 a).

A principal dificuldade da interpretação do capitalismo de Estado não está, pois, na ênfase dada à atuação do Estado – de fato, é importante resgatar a dimensão estatal da economia política contemporânea. O problema é o modo estreito como tal dimensão é tratada, já que nem o Estado nem os mercados são contemplados como um único universo. De fato, esta visão polarizada entre Estados e mercados é recorrente nos estudos sobre a economia política internacional, entendida como uma espécie de equação: Estados + mercados = economia política internacional. Ou seja,

muitos utilizam como método de análise simplesmente averiguar como os Estados afetam a produção e a distribuição de riqueza e como os mercados afetam a distribuição de poder entre os Estados segundo um jogo de soma zero: “*The impact of the world market economy on the relations of states and the ways in which states seek to influence market forces for their own advantage*” (GILPIN, 1987:24).

De fato, os poderes de autoridade e de riqueza disponível por Estados e mercados são exercidos muitas vezes em situações de rivalidade: enquanto os Estados podem colocar limites para o avanço dos mercados, estes últimos podem alcançar uma autoridade que muitas vezes rivaliza à do próprio Estado. A redução do controle estatal sobre os movimentos de capitais é um bom exemplo, já que implicou em maior autoridade das instituições financeiras, largamente exercida em um contexto de globalização financeira. Mas é importante destacar que mesmo com essa rivalidade, é possível haver uma convergência de interesses no seguinte sentido: o Estado pode ser entendido não como a única, mas como uma forma entre várias outras que possuem autoridade política. A sustentação dessa autoridade, por sua vez, não pode estar desvinculada da acumulação de riquezas gerada pelos mercados. Já os mercados podem ser entendidos como diferentes estruturas que produzem e acumulam riquezas. Mas alguns mercados mais, outros menos, necessitam da garantia da ordem e da estabilidade promovidas pela autoridade estatal para produzir e acumular essas riquezas de forma ampliada (STRANGE, 1996:38)³⁴.

³⁴ Uma retomada histórica é necessária de modo a se compreender a íntima relação entre o sistema westfaliano e o sistema econômico global, origem essa embora bastante explorada pela sociologia e pela história econômica, não é tratada no âmbito das relações internacionais. O próprio livro de Gilpin, “*The political economy of International Relations*” (1987), marco para a análise da economia política internacional, não explica satisfatoriamente as origens comuns de ambos os sistemas. O tratado de 1648, conhecido como Tratado de Vestifália, removeu a maior fonte de conflito e instabilidade – a religião – mas não pôs termo aos conflitos pelo controle das fontes de poder e riqueza do Estado. Isso porque a principal diferença do sistema político internacional no momento de sua fundação com o momento atual é o papel do dinheiro. No século XVII, embora os Estados cunhassem as moedas, estes não eram capazes de controlar a taxa média de câmbio utilizada entre os comerciantes em suas transações internacionais. Logo, os benefícios de manipulação da moeda por meio de ações de senhoriação eram restritos (AGLIETTA; ORLÉAN, 1990: Capítulo 3). O poder estatal sobre a moeda ocorreu a partir da criação da dívida pública e dos títulos públicos com promessas de pagamento futuro garantidas pelo monarca. Com essa expansão do crédito, os Estados puderam avançar em suas guerras e conquistas de colônias além-mar. Em outras palavras, a criação de crédito via dívida pública permitiu a expansão da produção e da economia de mercado, mas também o abuso do sistema estatal, em virtude do montante da expansão da dívida (TRIFFIN, 1964 *apud* STRANGE, 1999:348). Foi a partir da expansão do sistema financeiro britânico, que cada Estado europeu passou a desenvolver seu próprio banco central, bem como seu próprio sistema de regulação no qual o Estado era o emprestador de última instância; ao mesmo tempo, isso permitiu a expansão do crédito privado. A partir daí, o primeiro sistema financeiro internacional estável foi criado a partir da paridade da libra com o ouro, e a dívida dos governos cresceu a um ponto em que se tornou indissociável do sistema financeiro internacional (STRANGE, 1999: 348).

“The entrepreneurs in the market economy needed the security, the law and order, and the state paraphernalia of courts, property rights, contractual rules and so forth to let market forces function with confidence in the other party, whether buyer or seller, creditor or debtor. Equally, the governments of states came to depend on the financial system that private entrepreneurs had developed to create credit” (STRANGE, 1999:348).

As relações não-polarizadas entre Estados (autoridades) e mercados, questionam também a polarização entre poder político e econômico, na qual o poder é entendido a partir de sua fonte. Isso é problemático porque os próprios Estados, por exemplo, podem estar investidos de poder econômico, na medida em que também podem elaborar formas de acumulação de riqueza; e os mercados podem ser considerados formas de “autoridade”, pois também podem determinar ordens políticas. Em outras palavras, é bastante difícil delinear um poder político que não esteja embasado no poder de adquirir ativos, de comandar a produção, de mobilizar o capital e maximizar riqueza. Os Estados mais poderosos conseguiram sê-los não apenas em função do seu poder político, pelo contrário: a relação com o tipo de desenvolvimento capitalista e, portanto, seu poder de gerar riquezas, é extremamente importante para determinar o próprio poder dos Estados. Ao mesmo tempo, é difícil delinear mercados que não estejam embasados na ordem e na estabilidade política mantida pelos Estados, particularmente no que tange à garantia dos contratos e à emissão da moeda segura.

Logo, é necessário superar a divisão entre poder econômico e poder político e substituí-la por uma noção relacional e estrutural de poder. O poder relacional é aquele trabalhado pelos realistas, que se trata do poder de influência de A sobre uma decisão ou ação de B que não seria realizada sem este poder de A. Já o poder estrutural é um poder mais amplo do que a capacidade de definir agendas ou regimes internacionais: consiste na capacidade de determinar e moldar as estruturas da economia política global, ou o quadro no qual a dinâmica do sistema se desdobrará. Enquanto no poder relacional é possível haver intencionalidade na relação de poder, no poder estrutural o resultado nem sempre é passível de ser controlado diretamente por uma autoridade. Nesse sentido, o poder é mais definido pela capacidade de influenciar estruturas ou decisões específicas do que exatamente pela sua fonte política ou econômica.

Assim, a política estatal abrange instrumentos que vão muito além da guerra e da diplomacia, mas também instrumentos de política econômica e de gestão dos mercados

(GOWAN, 2003: 13). Mesmo a expansão de grandes multinacionais não está desatrelada do fortalecimento da autoridade estatal. Esse foi um dos principais instrumentos utilizados pelos Estados Unidos, por exemplo, para a consolidação da sua hegemonia no pós-guerra: *“the expansion of these corporations has extended the American presence throughout the world economy”* (GILPIN, 1975: 135); *“the United States government has consistently sought, and will continue to seek, to expand and extend the role of the multinational corporation as an essential instrument of strong and healthy economic progress through the Free World”* (LEVITT, 1970:100). Da mesma forma, parece não ser possível que os mercados possam desenvolver-se sem a segurança legal e física e sem o poder de sanções: e de fato, as empresas e corporações mais poderosas são aquelas capazes de estabelecer sua própria hierarquia de autoridade para controlar as cadeias de comando e impor seus interesses frente aos territórios em que se estabelecem (STOPFORD *et.al*, 1995:21).

É nesse sentido que a interpretação do capitalismo de Estado não consegue responder adequadamente porque os FSR são gerenciados com alta perícia técnica, voltados para a maximização dos retornos, em grande parte com ativos controlados por instituições financeiras terceirizadas, não havendo evidências claras de que os Estados manipulam de forma ineficiente os FSR a partir de vieses políticos. Ao mesmo tempo, é inegável a intervenção estatal na definição dos objetivos gerais dos fundos, do quadro de investimentos, do nível de riscos e da gestão do portfólio em si (ALLEN; CARUANA, 2008: 10).

Essa aparente contradição dos FSR pode ser resolvida apenas com a adoção de uma abordagem que supere a concepção dualista de poder. Isso porque os FSR de fato apresentam um controle e um gerenciamento que é ao mesmo tempo econômico e político. É evidente que os FSR representam o Estado, mas não em termos de uma representatividade quantitativa, isto é, de mais Estado em detrimento de menos mercado: os FSR não estão acima da globalização financeira e não existem de forma isolada aos mercados (NUGÉE, 2009: 8). Pelo contrário, os FSR indicam uma mudança na qualidade da autoridade estatal: a expansão dos FSR obviamente não deixa de ser um instrumento de poder relacional dos Estados que os detém; por outro lado, o desenvolvimento desse instrumento ocorre simultaneamente à perda de outros que antes faziam parte da autoridade estatal. Os FSR são claramente resultados de transformações estruturais, e sua atuação, como será apresentada na seção seguinte, apresenta a capacidade de preservar as frágeis estruturas da globalização financeira.

FSR: uma medida precatória dos Estados?

Realizadas as críticas à interpretação do “capitalismo de Estado” em função da dualidade entre Estados e mercados e entre poder político e econômico que a embasa, é possível partir para a segunda linha de interpretação sobre o papel estatal no controle dos FSR. Essa linha parte do alto grau de exposição aos riscos que os Estados apresentam no processo de globalização financeira. Esses riscos seriam oriundos da predominância da lógica especulativa³⁵ orientada para ganhos de curto prazo e não embasadas nos fundamentos reais das economias, mas sim nas opiniões e tendências dos mercados (PLIHON, 1995: 64). Os Estados estão vulneráveis às especulações, resultando especialmente nas crises financeiras vivenciadas tanto pelos países com conta corrente mais proeminente quanto pelos países com a conta capital mais robusta. O impacto doméstico negativo das crises provenientes dos fluxos especulativos de curto prazo está atrelado proporcionalmente à maior abertura da conta capital. Nesse sentido, a acumulação de superávits fiscais, comerciais e de reservas internacionais, e a consequente expansão dos FSR serviriam como um mecanismo de recuperação e defesa desses Estados contra novas crises, com o objetivo de manter a liquidez e garantir o potencial de investimento naqueles períodos de abrupta constrição de créditos internacionais:

“We argue that reserve accumulation is a key tool for managing domestic financial instability as well as exchange rates in a world of increasing financial globalization. We therefore build on the view—certainly not a new one—that a primary reason for a central bank to hold reserves is to protect the domestic banking sector, and domestic credit markets more broadly, while limiting external currency depreciation. The need for such protection increases given the multiplication of risks in more financially open economies” (OBSTFELD *et.al.*, 2008: 2)

A interpretação dos FSR como uma medida precatória dos Estados aponta de que forma o contexto econômico internacional atual se desdobra nos seis propósitos mais gerais dos FSR. Por

³⁵ Tradicionalmente, a lógica especulativa seria aquela em que há “compra ou venda de bens com a intenção de revenda (ou recompra) num momento ulterior, quando a ação é motivada pela esperança de uma modificação do preço vigente e não por uma vantagem decorrente do uso do bem, uma qualquer transformação ou a transferência de um mercado a outro” (KALDOR, 1939 *apud* PLIHON, 1995: 63). Entretanto, a especulação nesse momento de globalização financeira é muito mais ampla do que essa definição na medida em que “tornou-se impossível estabelecer a linha de demarcação entre especulação pura, arbitragem e proteção contra os riscos” (PLIHON, 1991 *apud* PLIHON, 1995: 63).

exemplo, essa interpretação indica que um dos principais preços macroeconômicos afetados pelas crises financeiras é o câmbio. A partir de uma correspondência entre o câmbio e o crescimento das transações comerciais dos países exportadores, os FSR seriam uma forma de preservação do crescimento das exportações, e funcionariam como um mecanismo de controle e redução da volatilidade das taxas de câmbio frente à abertura financeira, pois é a forma mais eficiente de realizar um ajuste fino no câmbio em uma economia aberta (AGHION *et.al.*, 2006:26). Dessa maneira, para os países exportadores de *commodities*, particularmente de recursos energéticos, a transferência de partes dos seus superávits para financiar os FSR garantiria o desenvolvimento econômico segundo a preservação de condições propícias à exportação; ademais, garantiria uma proteção no momento em que os preços não são favoráveis ou que, em um momento de crise, as exportações não consigam suprir as necessidades financeiras internas. Nota-se como este mecanismo corresponde ao propósito de poupança, estabilização e financiamento dos FSR.

Já para os países exportadores de não-*commodities*, mas com relativa abertura financeira, os FSR garantiriam principalmente certa margem de ação das políticas econômicas nacionais com o objetivo de alavancar uma posição mais autônoma contra as crises do sistema monetário e financeiro internacional. A ausência de mecanismos próprios para lidar com as crises monetárias e financeiras desde a década de 1990 resultou em grande dependência de instituições internacionais que concederam empréstimos para o pagamento da dívida, particularmente via FMI. Mas esses empréstimos estavam atrelados a altas taxas de juros para seu pagamento e a imposição de severas condicionalidades econômicas. Na medida em que os FSR significariam maior autonomia para cobrir as restrições de liquidez, também garantiriam que as políticas econômicas não ficassem amarradas a tais condicionalidades externas impostas pelas instituições internacionais (GRIFFITH-JONES; OCAMPO, 2008: 11).

Em síntese, a instabilidade real ou potencial não seria, nesse argumento, oriunda apenas dos fluxos de capital internacionais, mas também dos riscos sistêmicos causados pela atuação dos agentes financeiros ou não-financeiros, que retiram seus capitais no momento de crise e os repatriam no momento de euforias financeiras. Isso faz com que as reservas precatórias dos países superavitários correspondam não apenas às dívidas de curto prazo, mas proporcionalmente ao total ou em um montante superior à dívida externa do país, a partir de uma atitude extra-precatória frente às possíveis crises financeiras (OCAMPO, 2007). Essa acumulação intensa de

reservas se desdobra, por conseguinte, em sua própria valorização via instrumentos financeiros, como os FSR (NOYER, 2007:1).

De tal modo que as crises financeiras da década de 1990 e as consequentes dificuldades de recuperação dos Estados mais afetados demonstraram que o efeito contágio é uma característica intrínseca do sistema financeiro internacional contemporâneo, o que tornaria a postura defensiva ainda mais necessária (GILPIN, 2004:97). Tal postura significaria o reforço da ação estatal como “emprestador de última instância”, em que o intervencionismo cirúrgico do Estado é visto como extremamente necessário para a recuperação dos ciclos econômicos. Essas características, por sua vez, correspondem aos propósitos de estabilização, diversificação e desenvolvimento.

Uma importante contribuição dessa análise sobre o movimento precatório dos Estados é que ela ressalta como o contexto de globalização financeira implica na necessidade de novos instrumentos estatais em relação à política econômica, na qual o acúmulo de reservas seria uma condição defensiva importante. Essa análise lança também uma crítica importante à própria interpretação do capitalismo de Estado na medida em que os FSR surgem não em oposição à globalização financeira, mas em virtude dela. Mas se os Estados procuram tal ação defensiva contra as instabilidades financeiras globais, porque agem a partir do aumento de reservas e dos FSR, ao invés de simplesmente retrocederem o processo de globalização financeira pela introdução de maiores controles da conta capital? Essa questão foi abordada por vários estudos (AINZEMANN 2007; PRASAD *et.al.*, 2003) que demonstram que os ganhos com a globalização financeira não são tão altos quanto esperados, particularmente se comparados aos custos desse processo em termos de riscos e instabilidades sistêmicas. Os estudos comprovam também que países com menor grau de inserção na globalização financeira apresentaram maiores taxas de crescimento do que países plenamente inseridos:

“ (...) financial integration³⁶ is not a necessary condition for achieving a high growth rate. China and India have achieved high growth rates despite somewhat limited and selective capital account liberalization (...) financial integration is not a sufficient condition for a fast economic growth rate

³⁶ A integração financeira é um elemento constitutivo da globalização financeira na medida em que é um processo que garante a substitutibilidade dos ativos financeiros e a mobilidade de capitais em âmbito global. A substitutibilidade dos ativos financeiros pode ser definida como a indiferença de possuir diferentes títulos em diferentes moedas em um determinado mercado uma vez que eles podem ser prontamente trocados ou substituídos. Isso se relaciona com a mobilidade de capitais, que se refere à capacidade dos investidores em mover seus ativos financeiros de um mercado para outro, em âmbito global, sem restrições (Cf. PLIHON, 1995).

either. For example, Jordan and Peru had become relatively open to foreign capital flows during the period; yet, their economies suffered a decline rather than enjoying positive growth during the period. On the other hand, declining economies are more likely to be financially closed” (PRASAD *et.al.* 2003: 27, grifos dos autores).

O mesmo argumento pode ser estendido para os custos concernentes às estratégias precatórias dos FSR: seus investimentos de portfólio podem adotar estratégias de longo prazo, bem como não se envolver em movimentos especulativos, mas obviamente são realizados com certa margem de risco, e por isso mesmo, estão vulneráveis a uma reversão da valorização de seus ativos, podendo resultar, com o fim dos ciclos expansivos, em perdas patrimoniais importantes. Isso foi evidenciado na crise *subprime* de 2007-2008, na qual o valor dos portfólios teve uma queda de dois dígitos, mesmo com o alto grau de diversificação dos FSR (ROZANOV, 2009: 10).

Logo, nem os FSR chegam a se constituir em estratégias ótimas contra os riscos oriundos da globalização financeira. Nesse contexto, mecanismos precatórios como os de abertura financeira gradual, ou até mesmo do controle da conta capital – como os realizados pela China e pela Índia, por exemplo – poderiam apresentar menores custos financeiros. Por outro lado, porque os Estados preferem mecanismos precatórios como acúmulo de reservas e FSR ao invés de adotar políticas como controle de capitais e uma menor exposição financeira? Essa resposta não é plenamente desenvolvida pela interpretação dos FSR como uma medida precatória uma vez que toma como dado o processo de globalização financeira. Logo, como conclusão desse capítulo é fundamental apresentar quais são os fatores que levam os Estados a não adotar medidas que possam eventualmente conter esse processo.

Conclusão: A redefinição da qualidade da autoridade estatal na globalização financeira

Para avaliar essa configuração particular de medida precatória dos Estados é necessário considerar que toda estruturação da economia política internacional, seja de ordem mais protecionista, ou mais voltada para a liberalização dos mercados, sempre indica uma combinação

específica entre a autoridade estatal e os mercados (GRIFFITH-JONES; SUNKEL, 1990: 76). Para tanto, já foi mencionada a necessidade de analisar especificamente a qualidade da autoridade estatal diante do processo de globalização financeira: essa nova estruturação da economia política internacional implica em novas formas de atuação estatal, que reflete consequentemente em suas orientações de políticas econômicas. Logo, a globalização financeira não está apenas relacionada a uma dimensão econômica, mas também política, e reflete uma nova concepção dessa autoridade estatal como um elemento fundamental dessa globalização (AKYÜZ, 1993: 23).

Essas transformações, por sua vez, exigem que próprio Estado garanta a coesão e a moldura política necessária para que a globalização financeira ocorra. Três ações estatais podem ser citadas como fundamentais. Em primeiro lugar, desde a década de 1970 as autoridades estatais passaram a ser conduzidas no sentido de promover as próprias reformas liberalizantes. A promoção da liberalização comercial e financeira permitiu que os investidores tivessem ampla autoridade tanto para realizar suas operações em âmbito internacional quanto para criar novos instrumentos de valorização financeira. Em segundo lugar, há uma clara alteração da autoridade estatal em termos de garantir as condições de desregulamentação financeira, isto é, em garantir a ausência de controles aos movimentos financeiros de modo que eles pudessem ser operados sem restrições nacionais. E por fim, a autoridade estatal deveria estar comprometida com a função de prestador de última instância, realizando apenas regulações e intervenções pontuais – e sem recorrer a controles dos fluxos de capitais – para impedir que eventuais crises internacionais possam reverter o processo de globalização financeira (HELLEINER, 1995: 315; 319-20)³⁷.

³⁷ No livro “*Casino Capitalism*” (1986) Strange aponta cinco fatores, que englobam decisões e não-decisões tomadas na década de 1970 e contribuíram para o aumento da volatilidade dos mercados financeiros. Dentre as cinco decisões, estão: 1) a retirada dos EUA dos mercados de câmbio estrangeiros no meio dos anos 1970; 2) as discussões da reforma do sistema monetário internacional na década de 1960, particularmente entre Keynes e Dexter-White, que não tiveram resultados concretos; 3) a recusa dos Estados Unidos em negociar com os países da OPEP após o choque de 1973; 4) a estratégia de obstrução dos Estados Unidos em vetar a Conferência sobre Cooperação Econômica Internacional conduzida pela França em 1974; 5) a resposta positiva dos EUA à quebra dos bancos “Franklin National Bank” e “Bankhaus Herstatt” em 1974 (STRANGE, 1998 b: 17). Já no livro “*Mad Money*” (1998 a), a autora destaca outros cinco fatores, também compostos por decisões e não-decisões, que culminaram na globalização financeira a partir da década de 1980: 1) A pressão dos Estados Unidos para maior desregulação e liberalização não apenas em seu marco territorial, mas também nos mercados competidores de Londres, Europa, Tóquio e dos mercados emergentes na periferia, além da crise dos mercados na década de 1980; 2) a alteração da configuração geopolítica mundial com a queda do muro de Berlim e a reunificação alemã; 3) a adoção de uma *capital-assets ratio* de 8:1 pelo BIS (*Bank of International Settlements*); 4) a reversão dos acordos da Basiléia sobre a *capital-assets ratio*, em 1996; 5) a resposta dos Estados Unidos, do FMI e do Grupo dos 10 à crise financeira asiática em 1997, que se baseou menos na promoção de uma regulação bancária e mais no uso cirúrgico da intervenção estatal de modo a prevenir a segurança do sistema financeiro internacional (STRANGE, 1998 b: 18). Todos esses elementos ressaltam que foram os governos – particularmente dos Estados Unidos – que decidiram em favor da desregulamentação e

Assim, ao contrário do que muitos analistas afirmam, a globalização financeira não alijou a intervenção estatal dos mercados, e muito menos resultou no “fim do Estado”. Mas certamente é observável uma inequívoca mudança na relação entre Estados e mercados. Houve uma retração qualitativa das opções dos Estados em regular os mercados e controlar a dinâmica política e econômica pela manipulação dos instrumentos de política econômica, como por exemplo, o poder de manter o valor da moeda, de definir a forma de desenvolvimento capitalista, de realizar políticas keynesianas e de controlar diretamente os mercados estratégicos (STRANGE, 1996: xii)³⁸. Os Estados agora estão inseridos em uma espécie de triângulo diplomático composto não apenas pelas relações de poder entre os próprios Estados, mas pelas relações entre Estados e mercados e entre os diferentes mercados. Essas duas últimas relações ganham uma notória importância uma vez que os Estados perderam parte da autoridade de determinar certas regras para a acumulação de riquezas.

Em uma estrutura de mercados globalizados em termos de plantas produtivas, operações comerciais e particularmente aplicações nas carteiras financeiras, os Estados tiveram de alterar o foco de sua atuação: a realização de certas adaptações competitivas – a saber, a defesa da moeda sem passar por instrumentos de controle do movimento de capitais; desregulamentações; atrativos fiscais; e outras medidas institucionais favoráveis – tornou-se central para a manutenção do Estado dentro dos ciclos de acumulação de riquezas, do qual é um elo dependente. Isso torna ainda mais acirrada a competitividade interestatal no que se refere à disputa pelos investimentos internacionais, já que estes não são mais controlados pelos Estados, mas refletem a autoridade dos investidores operacionais, e estes em grande parte podem decidir quais Estados serão incluídos ou não no circuito da riqueza (STOPFORD *et.al.*, 1995: 19-23).

liberalização; muitas vezes a partir da pressão das forças de mercado, eles ainda tinham a alternativa de resistir e não o fizeram (STRANGE, 1998 b:18).

³⁸ E essa é uma realidade tanto para os países menos desenvolvidos quanto para os mais desenvolvidos. Mesmo os Estados mais fortes, que tentam algum tipo de controle dos fluxos de capitais como os descritos nesse capítulo, utilizam esses recursos de forma limitada em relação aos perigos de uma exclusão de seu território dos fluxos financeiros internacionais, principalmente nos momentos de crise, como veremos no capítulo seguinte. A própria inserção econômica internacional dos Estados Unidos e da Europa via conta capital, por exemplo, demonstra a dependência desses fluxos internacionais. Mas no caso dos Estados Unidos, particularmente, o poder de senhoriação da moeda internacional lhe garante maior autonomia para atrair esses fluxos por meio da política de juros, podendo atrair para si a liquidez mundial – esse, inclusive, foi o recurso utilizado por esse país para reverter o contexto de crise da década de 1970. Ao mesmo tempo, essa autonomia é fragilizada pelo alto grau de déficits, como foi apresentado no capítulo 1.

Se a globalização financeira não resulta no “fim do Estado”, os FSR não significariam, então, que este ainda possui o poder estrutural de estabelecer controles intermediários a esses fluxos, de modo a minimizar os efeitos de contágio das crises internacionais? Essa interpretação é marcadamente defendida pela linha realista das relações internacionais e também por alguns economistas que afirmam que a erosão do poder estatal é uma leitura exagerada das mudanças trazidas pela globalização: essa interpretação sugere que a globalização financeira é resultado simplesmente de uma atitude mais permissiva dos Estados, e por isso, seria um processo reversivo uma vez que os Estados desejassem controlar diretamente este processo.

A interpretação proposta sobre o papel do Estado no processo de globalização financeira não aponta para essa conclusão na medida em que a autoridade dos investidores institucionais implica que os Estados não são mais investidos de amplo poder estrutural para estabelecer uma estrutura regulatória dos fluxos de capital. Pelo contrário: em primeiro lugar, os Estados estão mais abertos e vulneráveis aos investimentos externos, sejam eles privados ou estatais; e depois, eles estão amarrados à sua função de prestador de última instância com o objetivo de evitar maiores instabilidades, como a análise da medida precatória evidencia. Isso significa que os Estados estão sujeitos a quatro tipos de fragilidades: em primeiro lugar, estão vulneráveis a graves crises de liquidez; depois, apresentam grandes riscos produtivos, uma vez que as estratégias produtivas estão atreladas à valorização financeira, algumas vezes de curto prazo; em seguida, estão presos a sempre buscar medidas políticas deflacionárias, que muitas vezes reforçam a crise; e finalmente, estão sujeitos às maiores instabilidades oriundas da flexibilidade do movimento de capitais (EATWELL, 1998)³⁹.

Assim, uma vez que a autoridade detida pelos investidores institucionais pode ocasionar riscos sistêmicos que ameaçam a estabilidade política e econômica nacional, novas estratégias para além do controle e a regulação dos fluxos de capitais (e consequentemente, que não afetem profundamente a autoridade dos mercados) tiveram de ser articuladas pelos Estados. O próprio acúmulo de reservas é uma forma de amenizar o ajuste deflacionário aos choques internacionais

³⁹ Eatwell critica também os argumentos da queles que ressaltam os fatores positivos da globalização financeira, indicando que as teorias que apoiaram o processo de liberalização financeira conduziram a políticas ruins por parte dos Estados. Em primeiro lugar, ao contrário da teoria liberal, o capital não se move dos países centrais para periféricos, mas ao contrário. Em segundo lugar, o autor demonstra que os custos e riscos dos tomadores de empréstimos são extremamente assimétricos em relação à margem de lucro dos emprestadores. Em terceiro lugar, aponta que os derivativos criaram novos riscos sistêmicos imprevisíveis em teoria. Em quarto lugar, demonstra que a mobilidade do capital não trouxe maior crescimento e investimento. E em quinto lugar, o autor aponta que o equilíbrio entre crescimento e estabilidade a partir da política econômica prometida pelos liberais não se concretizou (EATWELL, 1998).

(RODRIK, 2006), e é nesse sentido que os FSR apontam como uma nova manifestação da autoridade estatal que não reverte o processo de globalização financeira. Pelo contrário, a globalização cria as reais condições para que os FSR possam se desenvolver: em primeiro lugar, porque sem a ampla autoridade de criação de novos instrumentos financeiros vigente na globalização financeira, os FSR não poderiam diversificar suas reservas internacionais por meio da realização de investimentos de portfólio; e em segundo lugar, porque sem a abertura e a desregulamentação da maioria dos territórios para os investimentos estrangeiros os FSR não poderiam comprar participações acionárias em empresas de outros países.

Isso significa que *“even though globalized financial markets now appear beyond the control of individual states, states have not declined in significance; rather, their roles and methods of operation have shifted to take into account the new international context”* (DOMBROWSKI, 1998:24). Essa mudança no modo de operação dos mercados financeiros implicou, no caso dos FSR, na transformação do Estado em mais um operador desses mercados, adotando como estratégia a diversificação dos portfólios em um conjunto de ativos financeiros internacionais visando reduzir os riscos de perdas patrimoniais face às flutuações das moedas e aumentar a possibilidade de ganhos bursáteis. Com o grande estoque de riquezas devido às transformações da divisão internacional do trabalho, a lógica financeira passou a determinar as atividades do próprio Estado. Essa evidência está presente não apenas nos FSR, mas em todos os outros montantes de riqueza sob controle estatal, como as reservas internacionais, as receitas fiscais e as empresas estatais: praticamente todos os Estados passaram a criar departamentos especializados na gestão de carteiras financeiras, transferindo parcelas crescentes da riqueza oriunda das atividades produtivas para operações com papéis. Isso evidencia que o controle do dinheiro é definitivamente um dos aspectos mais importantes da autoridade estatal. Por exemplo, o Ministério da Fazenda de vários países tornou-se o centro de controle do poder de gastos dos outros departamentos, definindo até mesmo a hierarquia entre os ministérios; nessa mesma lógica, o poder de ofertar crédito se tornou ainda mais significativo para expressar o grau de autoridade estatal (STRANGE, 1998 b: 7).

É nesse sentido que os FSR não são um instrumento estatal em oposição à lógica do mercado, como a interpretação do capitalismo de Estado sugere. Seu agigantamento revela as profundas alterações na autoridade estatal, que apontam para a própria inserção estatal no processo de globalização financeira como um investidor institucional, na medida em que a

própria acumulação da riqueza ocorre em bases predominantemente financeiras. Assim, os FSR seriam um instrumento de poder relacional estatal, ou um mecanismo defensivo dentro das regras dessa estrutura. Servem para desenvolver renda para gerações futuras, os seus mercados financeiros locais, seus capitais produtivos, a diversificação das economias nacionais, e uma maior proteção contra as oscilações internacionais (ROZANOV, 2009: 13).

Mas é nesse momento que a contradição da postura defensiva dos Estados aparece, o que acaba por esclarecer porque os FSR são vistos como ameaças à segurança nacional; pois enquanto os FSR aparecem como medida precatória para os países detentores, para os receptores, sujeitos às mesmas vulnerabilidades da globalização financeira, os grandes investimentos de outros Estados podem implicar em um acirramento dessas mesmas vulnerabilidades. Logo, os FSR são entendidos como uma ameaça menos porque são orientados diretamente por motivos políticos obscuros dos Estados e mais porque ampliam a própria fragilidade dos países receptores à globalização financeira: afinal, estes últimos países passam a depender em grande parte dos fluxos de capital sob controle de terceiros Estados.

Isso significa que, se por um lado, os FSR são uma medida precatória dos países detentores para se proteger das instabilidades da globalização financeira sem, entretanto, reverter esse processo, uma vez que suas operações se aproveitam do quadro institucional de liberalização e integração financeira, por outro, os países receptores, que são principalmente países inseridos por meio da conta capital, carecem desses instrumentos de proteção. Isso gera um acirramento das rivalidades interestatais em termos de maior poder relacional para lidar nesse contexto. E é no sentido de suscitar nesses países receptores uma possível guinada protecionista para fazer frente a essa rivalidade que os FSR podem ser, contraditoriamente, um instrumento de retrocesso da globalização financeira. O próximo capítulo se debruçará, portanto, sobre essa possibilidade a partir da análise das contradições observadas no processo de regulação nacional e internacional dos FSR.

CAPÍTULO 3

O DILEMA DA REGULAÇÃO INTERNACIONAL DOS FSR: ENTRE A REGULAÇÃO MÍNIMA E A GUINADA PROTECCIONISTA DOS PAÍSES RECEPTORES

O capítulo anterior sinalizou um aumento da competição interestatal em função da posição dos Estados na diplomacia triangular, já que agora eles competem entre si para atrair os investimentos controlados pelos investidores institucionais. Da mesma forma, os Estados adotam posturas mais defensivas para proteger-se dos riscos oriundos da globalização financeira – embora sem utilizar instrumentos que possam vir a limitar esse processo. Nesse sentido, um dos aspectos mais controversos colocados pelos investimentos dos FSR remete à postura dos países receptores. Esses países estão relativamente presos entre proteger suas economias ao acesso de outros países e a necessidade de receber os capitais oriundos dos FSR em virtude de sua própria inserção na globalização financeira por meio não da conta corrente, e sim, da conta capital, conforme apresentado no capítulo 1.

Essa situação contraditória se desdobrou, por parte dos países receptores, na reavaliação dos instrumentos de controle de fluxos de capital e no estímulo à criação de um processo mínimo de regulação para reduzir as preocupações acerca dos investimentos dos FSR. Esse quadro se deu em um processo multilateral e está orientado pela busca de um comprometimento dos países investidores em adequar suas políticas aos quadros de abertura dos países receptores, evitando assim a adoção de medidas proteccionistas mais restritivas por parte destes últimos. Obviamente, essa proposta repõe o dilema: afinal, os países desenvolvidos, quando estão na posição de investidores, querem a maior liberdade possível para diversificar seus investimentos; mas quando

mudam da posição de investidores para receptores, passam a propor uma regulação específica apenas para os FSR enquanto outros mercados financeiros, especialmente os de fundos *hedge*, que causam maiores instabilidades financeiras que os próprios fundos estatais, são pouquíssimo regulados pelos países desenvolvidos. Devido a esse dilema, o processo de regulação dos FSR é minimalista e fragmentado. Existem vários instrumentos legais de ordem nacional que indiretamente podem regular os FSR a partir da categoria de investimentos externos diretos, enquanto simultaneamente há o desenvolvimento de múltiplos quadros regulatórios internacionais, particularmente no bojo do FMI e da OCDE.

Assim, a primeira parte desse capítulo visa descrever a situação dos FSR em termos de transparência, que é o aspecto central em que a regulação internacional vai se debruçar, e partir desse problema, na segunda parte, serão apresentados os contornos e as limitações institucionais da regulação nacional e internacional. Finalmente, a terceira parte discutirá as limitações políticas do processo de regulação em virtude da relativa dependência desses fluxos por parte dos países receptores, especialmente em momentos de crise, em que a iniciativa privada adota posturas contracionistas e conservadoras. A importância dos FSR para esses países coloca uma peculiaridade no processo de regulação que é a seguinte: não é de interesse dos países receptores a regulação dos FSR conduza ao pleno corte dos fluxos de investimentos; mas eles esperam regulá-los minimamente para estimular que tais investimentos sejam direcionados a áreas que eles considerem mais interessantes, como por exemplo, para o financiamento de ações de empresas em crise e que poderiam levar a desequilíbrios drásticos nas posições desses países.

PARTE I

O PROBLEMA DA TRANSPARÊNCIA DOS FSR

Critérios para avaliar a transparência dos FSR

Os países receptores enfocam a regulação dos FSR segundo o problema da transparência. A transparência estaria relacionada aos mecanismos de controle que os países receptores poderiam ter sobre os FSR no que se refere à divulgação de informações como: propósitos dos

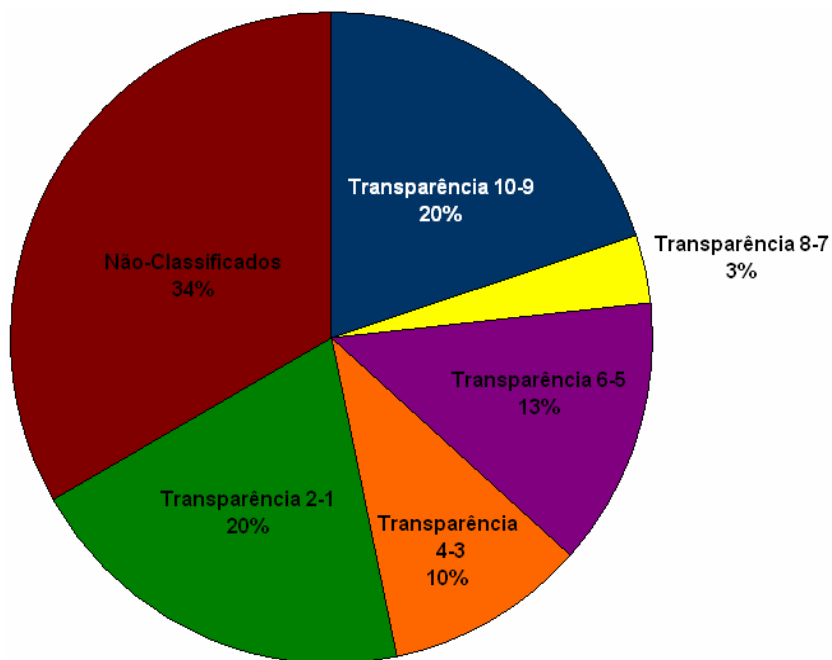
investimentos, formas de financiamento do fundo, políticas e estratégias utilizadas, valores transacionados, composição do portfólio, balanços financeiros, gerenciamento dos riscos, etc. A partir da transparência, o objetivo seria o de disciplinar os investimentos de duas maneiras: por políticas de “governança”, entendidas como o monitoramento do controle estatal dos FSR por meio da promoção de uma estrutura descentralizada de gestão; e pela exigência de claros objetivos e estratégias estabelecidos estritamente a partir boas práticas definidas. Com a possibilidade de monitoramento dos FSR por parte dos países receptores, espera-se que um ambiente de maior confiança e estabilidade em relação ao desempenho dos FSR possa ser criado.

Mas a definição acerca da transparência ou intransparência dos FSR é bastante controversa. Para alguns autores, a transparência está apenas relacionada à divulgação de informações relevantes (INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, 2008: 14). Para outros, a transparência está atrelada ao grau de desenvolvimento institucional do fundo, o que implica especificamente na abertura do próprio regime político do país detentor, já que altos graus de intransparência estariam relacionados à carência de instituições democráticas (BECK; FIDORA, 2008: 13; BECK; FIDORA, 2009: 361-2; DREZNER, 2008 b: 16-7). Nesse sentido, os FSR da OCDE seriam mais transparentes, em detrimento dos fundos dos países em desenvolvimento.

O Índice de Transparência Linaburg-Maduell⁴⁰ foi criado para mensurar a transparência dos diferentes FSR a partir de dez princípios que correspondem à transparência dos fundos, cada um correspondendo a um ponto: (1) divulgação dos propósitos, fontes de financiamento e estrutura de controle e gerenciamento; (2) divulgação de relatórios atualizados e realizados por auditorias independentes; (3) divulgação das porcentagens de participação acionária e da localização geográfica dos investimentos; (4) divulgação do portfólio em termos de valor de mercado e dos retornos obtidos; (5) definição de diretrizes relacionadas aos padrões éticos das políticas de investimento; (6) divulgação clara das estratégias e objetivos; (7) divulgação das filiais e informações para contato, caso aplicável; (8) identificação dos gerentes externos, caso aplicável; (9) existência de *website*; (10) divulgação do endereço do escritório em que as operações são realizadas e outras informações para contato (LINABURG; MADUELL, 2009).

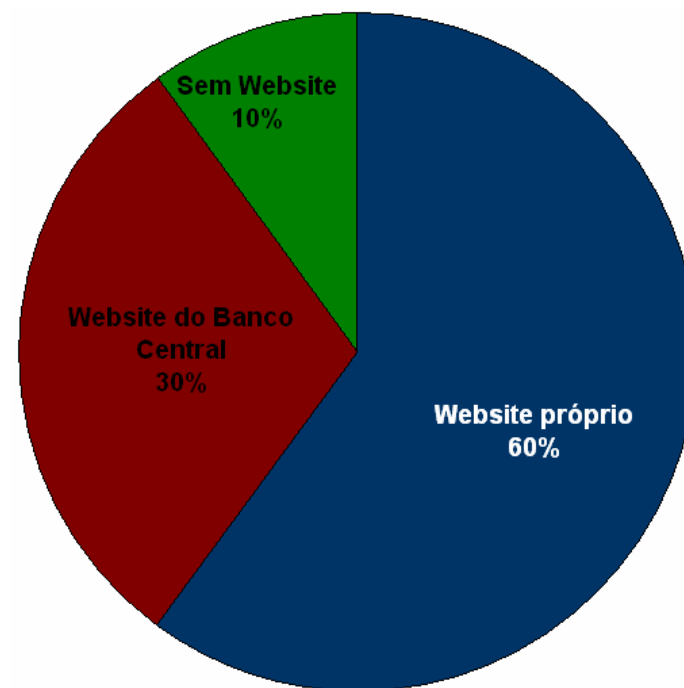
⁴⁰ O Índice de Transparência Linaburg-Maduell é um método para medir a transparência dos FSR e foi desenvolvido por Carl Linaburg and Michael Maduell, pesquisadores do SWF Institute. Os autores atualizam quadrimestralmente o índice de acordo com a divulgação de novos dados por parte dos fundos estudados. De acordo com os criadores do Índice, para um fundo ser efetivamente considerado transparente é necessário obter uma nota acima de 8 (LINABURG; MADUELL, 2009).

Gráfico 43: Concentração do Índice de Transparência dos FSR



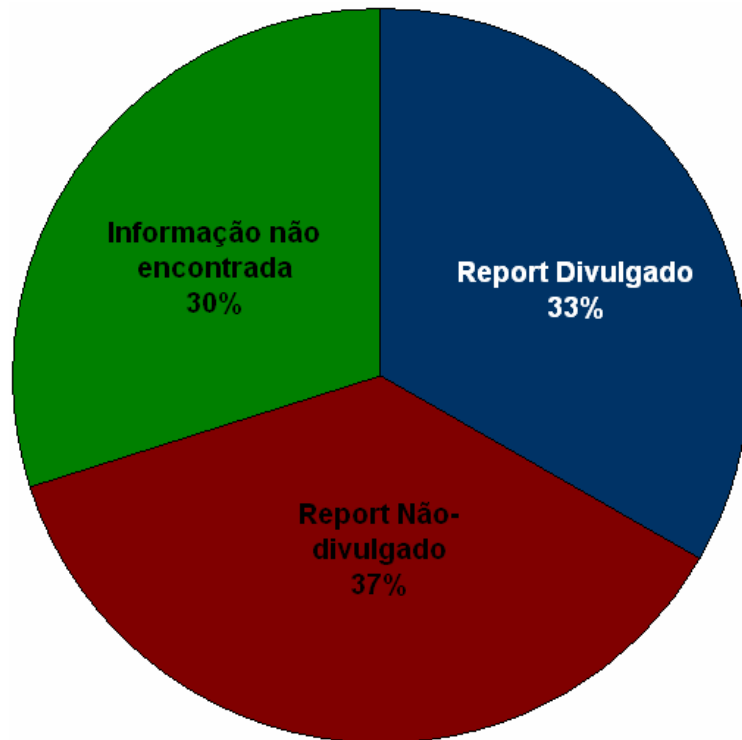
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de LINABURG; MADUELL, 2009.

Gráfico 44: Porcentagem de FSR que possuem veículos eletrônicos de informação



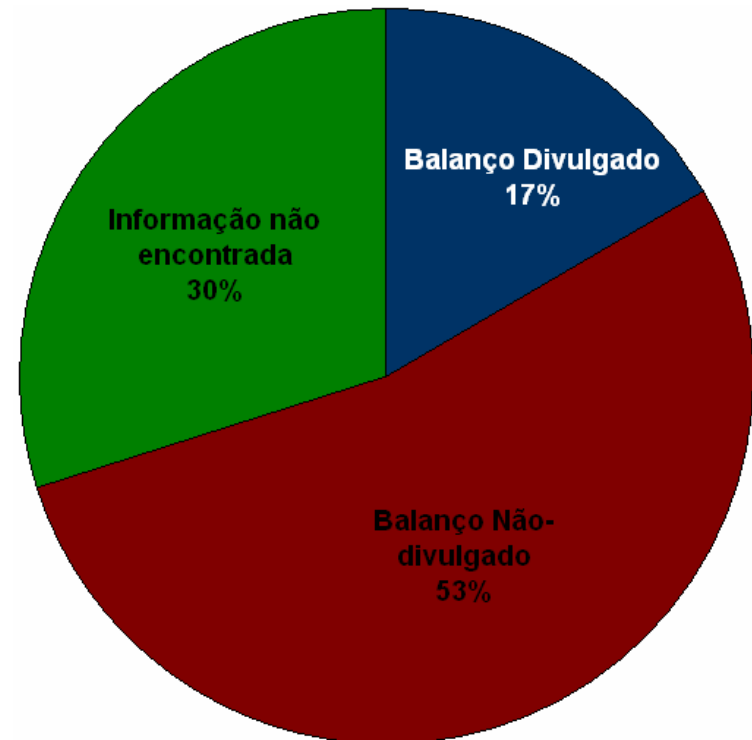
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR).

Gráfico 45: Porcentagem de FSR que publicam relatórios de desempenho



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR).

Gráfico 46: Porcentagem dos FSR que realizam a abertura dos balanços financeiros

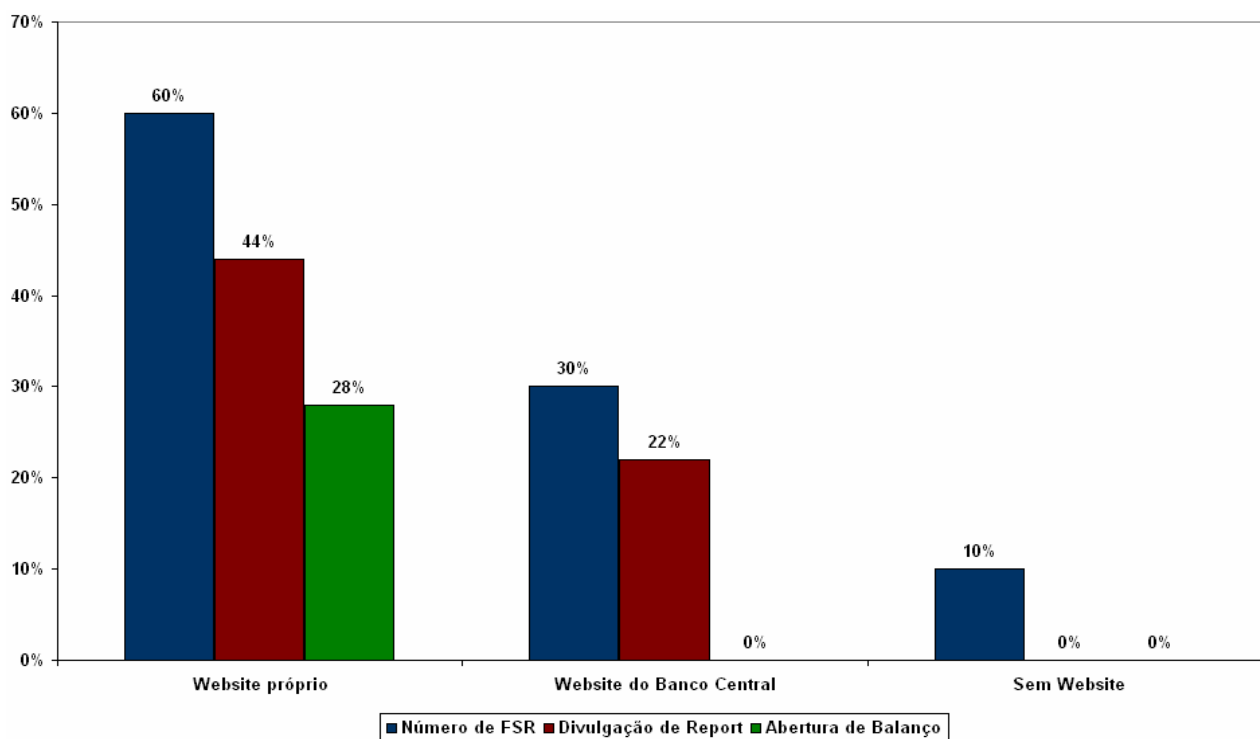


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR).

Avaliando os resultados obtidos pelos FSR analisados a partir do Gráfico 43 apresentado anteriormente, nota-se uma intensa disparidade na concentração da transparência dos fundos: ao mesmo tempo em que 20% dos trinta FSR estudos são considerados os mais transparentes, com notas entre 10 e 9, a mesma proporção é obtida para os fundos menos transparentes, com notas entre 2 e 1. Por sua vez, os índices intermediários são pouco expressivos: apenas 3% dos fundos têm notas entre 8 e 7; já as notas entre 6-5 apresentam uma proporção maior, de 13%; e depois, os fundos com notas entre 4 e 3 correspondem a 10%. Finalmente, 34% dos fundos aqui estudados não foram analisados por tal índice.

Além dos dados disponíveis pelo Índice desenvolvido pelo *SWF Institute*, outros podem ser apresentados em relação à transparência dos fundos. Comparando as faixas de transparência com a divulgação de *website*, relatórios e abertura dos balanços, resultados interessantes podem ser verificados nos Gráficos 44, 45 e 46 apresentados anteriormente. Em primeiro lugar, o Gráfico 44 aponta que 90% dos FSR possuem *website*; entretanto, dessa parcela, apenas 60% apresentam *websites* próprios dos FSR; os outros 30% hospedam informações sobre os fundos nos *websites* de seus respectivos Bancos Centrais. Depois, o Gráfico 45 indica que apenas 33% divulgam relatórios, com diversas periodicidades, contra 37% de fundos que declaram não realizar nenhum tipo de publicação de seus resultados; e finalmente, a informação sobre a publicação ou não de relatório não foi encontrada para 30% dos fundos analisados, ou porque eles de fato não possuem essa informação ou então porque o relatório é produzido, mas não é dada publicidade ao mesmo. Finalmente, o Gráfico 46 mostra os dados para a abertura dos balanços financeiros: apenas 17% dos fundos produzem alguma abertura (total ou parcial) de seus balanços financeiros; 53% dos fundos oficialmente não disponibilizam tal informação; e para os 30% restantes, a informação não foi encontrada, pelos mesmos motivos citados no caso da publicação de relatório. Por fim, pode-se cruzar os dados entre essas três variáveis, conforme o Gráfico 47 a seguir. FSR com *website* próprio tendem a ser mais transparentes: 44% deles divulgam algum tipo de relatório, e 28% deles abrem os balanços financeiros. Dados menos expressivos podem ser encontrados em FSR com informações divulgadas em *websites* dos Bancos Centrais: apenas 22% publicam relatórios, e nenhum deles promove a abertura dos balanços. E finalmente, para aqueles FSR que não possuem *website*, nenhuma informação sobre seus relatórios e balanços foi encontrada.

Gráfico 47: Relação entre a existência de website e a maior publicidade das informações sobre FSR

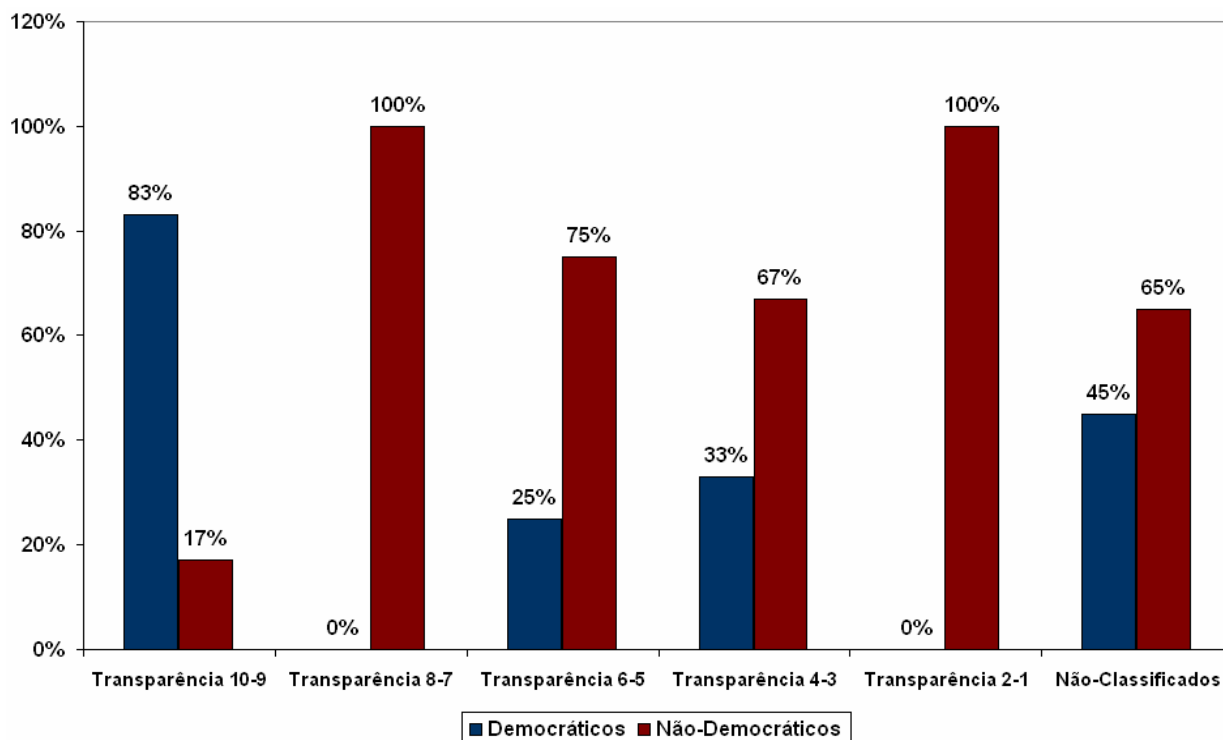


Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR).

Finalmente, é possível traçar uma comparação em relação à transparência dos FSR e o tipo de regime político adotado pelos países detentores. Enquanto que a influência do regime sobre a estrutura de controle gerenciamento operacional dos FSR não é tão evidente, conforme discutido no capítulo anterior, no caso da transparência parece haver uma correlação mais determinante nesse sentido. Cruzando os resultados do Índice de Transparência com os regimes políticos analisados pelo Índice Democrático no Gráfico 48 a seguir, observa-se que 83% dos FSR com índice de transparência entre 10 e 9 são países democráticos, contra 17% de países não-democráticos; já com transparência 8-7, por outro lado, 100% dos FSR são de países com regimes autoritários. Para as notas a partir de 6-5, a predominância é a de FSR de regimes autoritários: 75% dos FSR com índice 6-5; 67% dos FSR com índice 4-3; e 100% dos FSR com índice 2-1 são pertencentes a governos autoritários. É possível verificar os dados específicos para

cada um dos trinta FSR analisados em termos da relação entre Índice de Transparência, regime político, divulgação de informações por meio de *website*, publicação de relatórios e abertura de balanços financeiros no Anexo A-XV.

Gráfico 48: Relação entre Transparência dos FSR e o regime político dos países detentores



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de LINABURG; MADUELL, 2009 e ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT INDEX OF DEMOCRACY, 2009.

A despeito desses dados que demonstram que os FSR menos transparentes são oriundos de regimes não-democráticos, alguns analistas ressaltam que a questão da transparência deveria ser avaliada não apenas em relação ao regime político, mas especialmente, em relação à preocupação dos FSR em proteger o desempenho dos fundos face à importância dos investimentos que realizam. Isso porque certos mercados financeiros exigem certa opacidade – como é o caso dos mercados de fundos *hedge* – em função do caráter estratégico de seus investimentos. A abertura de certas informações poderia causar um escrutínio público e

impressões nos mercados financeiros de caráter negativo, que potencialmente prejudicariam o desempenho dos investimentos planejados pelos FSR (PARK, 2008: 16).

Em suma, a questão da transparência, embora tenha sido elegida pelos países receptores como o elemento mais importante no que tange a regulação dos FSR, apresenta sérias dificuldades de implementação uma vez que há várias controvérsias a respeito de como essa transparência deveria se configurar e se ela é realmente passível de ser atingida. Nesse sentido, a seguir serão analisados os contornos institucionais, no âmbito nacional e internacional, de tentativa de promoção da transparência dos FSR, bem como avaliar se a promoção da transparência é de fato um meio efetivo para evitar uma guinada protecionista ao mesmo tempo em que provê um quadro eficiente para a regulação dos FSR.

PARTE II

AS TENTATIVAS DE REGULAÇÃO NACIONAL E INTERNACIONAL

Os contornos da regulação dos países receptores

O capítulo 2 apresentou as controvérsias acerca das preocupações de “ameaça à segurança nacional” aos países receptores em função de certos investimentos realizados pelos FSR. A preocupação focou-se nas participações acionárias dos FSR, especialmente em relação à possibilidade dos fundos avançarem para posições majoritárias em empresas consideradas estratégicas, muito embora isso seja ainda pouco frequente: as posições majoritárias geralmente concentram-se em empresas locais e regionais, pouco proeminentes internacionalmente. Mas a despeito da ausência de justificativas comprovadas, os países receptores passaram por um processo de reformulação das medidas regulatórias nacionais com o objetivo de executar mecanismos de controle sobre os investimentos estrangeiros realizados pelos FSR. Esses mecanismos, entretanto, não envolveram o desenvolvimento de formas específicas para a regulação dos FSR, na verdade, o que se observou foi a ativação ou a reformulação de antigas políticas de controle de investimentos externos existentes muito antes da expansão dos FSR.

Dois territórios foram os que mais se destacaram em reavaliar os instrumentos de controle de fluxos de capitais: os Estados Unidos e a União Europeia, e dentro desse bloco, particularmente Reino Unido, França e Alemanha.

O debate nos Estados Unidos

Os relatórios produzidos por membros do Tesouro americano (KIMMIT, 2008), bem como os desenvolvidos pelo Congresso (WEISS, 2008) acerca dos FSR são em geral favoráveis aos seus investimentos, em virtude do compromisso com o livre fluxo de capitais. Apesar desse compromisso, a aquisição da Unocal pela CNOOC em 2005, e a tentativa de aquisição dos portos americanos sob controle da P&O pelo fundo *Dubai World*, em 2006, levaram a um intenso debate nos Estados Unidos sobre a revisão das regras de investimentos externos. Essa revisão, entretanto, não foi colocada em termos de liberalização dos fluxos de capitais, mas sim em termos das questões levantadas pela nova política de segurança e defesa dos Estados Unidos a partir dos ataques de 11 de setembro de 2001. Essa política indicava que setores estratégicos, como a indústria de petróleo e infraestrutura logística, quando controlados por autoridades estatais estrangeiras autoritárias, poderiam ser considerados ameaças à segurança nacional.

Além desse problema, a regulação americana para os FSR também se preocupou com o grau de diversificação desses fundos, que poderiam ter efeitos macroeconômicos desestabilizadores caso venham a significar uma redução preocupante da compra estrangeira de títulos do tesouro, e consequentemente, gerar problemas de caráter inflacionário.

A partir dessas considerações, os Estados Unidos passaram a reavaliar os múltiplos marcos institucionais já existentes e que visam controlar os processos de investimentos externos e segurança nacional. O primeiro deles é o Ato de Produção de Defesa, de 1950, a partir do qual é possível vetar a aquisição de qualquer empresa americana por parte de qualquer empresa estrangeira. A prerrogativa de veto é disponível apenas ao presidente dos Estados Unidos uma vez comprovada que tal aquisição se configura como ameaça considerável à segurança do país, em casos em que não há nenhuma medida de contenção de tal ameaça a não ser o próprio impedimento da aquisição.

Depois, há a Emenda Exon-Florio (*Exon-Florio Amendment* – EFA) de 1988, relacionada à criação do Comitê para Investimentos Externos (*Committee on Foreign Investments* –

CFIUS), responsável por avaliar os casos de investimentos estrangeiros que podem ameaçar a segurança nacional. A análise é elaborada por várias agências⁴¹, e as recomendações nela expressa são encaminhadas para a Presidência, responsável pela decisão final. O CFIUS, desde seu surgimento, já revisou aproximadamente dois mil casos, sem qualquer alteração em sua postura de decisão embora dentre estes, apenas um caso tenha sido bloqueado, no ano de 1988 (KERN, 2007:10),⁴².

Mas esses dois mecanismos passaram por um grave questionamento após as aquisições controversas nos anos de 2005 e 2006. Ambos os quadros regulatórios foram questionados acerca dos critérios estabelecidos para qualificar essas aquisições como ameaças à segurança do país. A crítica vinha particularmente dos Departamentos de Defesa, de Segurança Interna (*Homeland Security*) e de Justiça, que destacavam a ausência de critérios rigorosos por parte do CFIUS em termos de mensuração das ameaças à segurança causadas por uma aquisição estrangeira. O resultado desse questionamento foi a promulgação do Ato de Investimento Externo e Segurança Nacional (*Foreign Investment and National Security Act* – FINSA) no ano de 2007. Por meio das Regulações Propostas (*Proposed Regulations*) em 2008, o FINSA articulou um redesenho do CFIUS.

As Regulações Propostas implicaram, em primeiro lugar, na constituição de um processo mais rigoroso de tomada de decisão. O CFIUS deveria fazer a revisão das aquisições estrangeiras tendo como base tanto os interesses comerciais dos Estados Unidos quanto a garantia da segurança nacional. Para isso, a avaliação se concentraria nas formas de controle que poderiam ser exercidas pelo aquisitor: o CFIUS poderia vetar formas de controle tanto relacionadas a uma posição majoritária quanto a uma “minoridade dominante”, isto é, nos casos em que o controlador

⁴¹As agências responsáveis por essa avaliação são: O Secretário do Tesouro, que é o *chairman* do CFIUS; o Secretário do Comércio; o Secretário de Defesa; o Secretário da Segurança Interna (*Homeland Security*); o Secretário do Estado; a Procuradoria Geral; o *Chairman* do Conselho Econômico; o Diretor do Escritório de Gerenciamento e Orçamento; o Diretor do Escritório para a Política de Ciência e Tecnologia; a Representação do Comércio; a Assistência Presidencial para a Política Econômica (Conselho Econômico Nacional); a Assistência Presidencial para Assuntos de Segurança Nacional (Conselho de Segurança Nacional); a Assistência Presidencial para a Segurança Interna (*Homeland Security*) e Antiterrorismo; o Secretário da Energia; o Secretário do Trabalho (sem poder de voto); o Diretor da Inteligência Nacional (sem poder de voto); e os diretores de outros departamentos executivos, agências ou escritórios convidados pelo Presidente ou pelo Secretário do Tesouro, a depender do caso (Cf. GREENE; YEAGER, 2008: 261, Nota de rodapé 64).

⁴² O único caso em que as recomendações do CFIUS foram acatadas pela Presidência ocorreu ano de 1988, no qual foi proibida a aquisição de peças de avião americanas pela China (KERN, 2007:10).

estrangeiro, mesmo estando em uma posição minoritária, pode comandar elementos importantes de uma empresa, como arranjos contratuais, estratégias, investimentos, dentre outras decisões⁴³.

Já em relação à segurança nacional, essa passou a incluir também a concepção de segurança interna (*homeland security*) em relação a aquisições de infraestrutura crítica (PROPOSED REGULATIONS, 2008)⁴⁴. Essas mudanças no critério de decisões significaram também uma alteração no próprio quadro decisório do FINSA: a análise das avaliações feitas pelo CFIUS seria realizada conjuntamente pelos Departamentos da Defesa, da Justiça e pelo Departamento de Segurança Interna (*Homeland Security*), além da própria Presidência.

Finalmente, em termos da regulação especificamente voltada para os FSR, os Estados Unidos passaram a realizar, embora em menor grau, acordos bilaterais com os fundos soberanos. Inicialmente, foi estabelecido um acordo entre os FSR de Cingapura e os dos Emirados Árabes Unidos, a partir da adoção conjunta de regras para normatizar os investimentos. O objetivo era o de acordar um comprometimento de ampla divulgação das informações e o de garantir que a composição dos seus portfólios fosse voltada apenas para setores não-críticos, do lado dos FSR; e do lado dos Estados Unidos, o comprometimento de não erguer barreiras protecionistas injustificáveis (COHEN, 2009: 13).

O debate nos países da União Europeia

A União Europeia também não lançou uma crítica aberta ao desenvolvimento dos FSR e constantemente reforça, em suas políticas e declarações, seu compromisso com a abertura dos mercados financeiros (COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 2008: 4). Mas a despeito desse compromisso, a atuação dos fundos soberanos chineses e russos em proeminentes investimentos de portfólio em indústrias europeias consideradas sensíveis, como o setor de defesa e o setor de produção e distribuição de energia, suscitou grande preocupação por parte dos líderes

⁴³ O veto do FINSA em relação a posições majoritárias ou minorias dominantes que os investidores estrangeiros podem adotar apenas não será aplicado em casos de transações em que comprovadamente seu propósito corresponde à maximização econômica, isto é, quanto estiver orientada “*solely for the purpose of investment*” (PROPOSED REGULATIONS, 2008).

⁴⁴ De acordo com Greene e Yeager, “*FINSA added to the existing list of factors to be considered (generally domestic production needed for projected national defence requirements, the capability of domestic industries to meet those requirements, the effect thereon of control of domestic industries by foreign citizens, the potential effects of the transaction on sales of military technology to certain countries and the effects of the transaction on US security technological leadership) consideration of the national security-related effects on critical technologies, whether the acquirer is a foreign government-controlled entity and, if so, whether it co-operates with US*” (GREENE; YEAGER, 2008: 261, nota de rodapé 66).

do bloco regional (GUGLER; CHAISSE, 2009: 11-4). Para esses investimentos, a União Europeia adotou uma postura de proteção, particularmente contra os países em que o princípio de reciprocidade de abertura de mercados não é executado.

“Chinese investment vehicles and the Russian stabilisation fund on the other hand, are new investors, with huge reserves, backed by governments with mixed democratic credentials, substantial foreign policy projection and no track record as investors. This does not disqualify these countries and their funds. But there is a heightened need for reassurance”
(MANDELSON, 2008: 3, grifo meu).

Como no caso dos Estados Unidos, os países europeus também possuem um largo marco nacional para controle de investimentos estrangeiros. O grande desafio, entretanto, é articular esses controles nacionais com os princípios de abertura de fluxos de capital no âmbito da União Europeia. Muitas das reações protecionistas em âmbito nacional colocaram em questão a regulação europeia em si, de modo que a própria Comissão Europeia exortou a necessidade de uma abordagem comum para os FSR, resultando na aprovação de uma proposta para o desenvolvimento de uma política comum em concordância com a proteção dos setores considerados sensíveis (COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, 2008: 7-9). A despeito disso, países como o Reino Unido, a Alemanha e a França reforçaram as regulações nacionais sobre investimentos estrangeiros para controlar a atuação nacional dos FSR.

O Reino Unido reforçou a regulação contra esses investimentos sob duas justificativas: primeiramente, devido à ausência de reciprocidade no acesso aos mercados dos países detentores de FSR; e depois, porque não toleraria investimentos motivados por vieses políticos nas empresas nacionais. Essa reação foi direcionada especialmente à Rússia e à sua tentativa de comprar ações na empresa estatal de gás do país, a Centrica (GUGLER; CHAISSE, 2009: 27). Mesmo com essas reações negativas, o país não delineou nenhuma política específica de restrição a investimentos externos no país, mas reforçou a Lei das Empresas (*The Enterprise Act*) de 2002, que visa garantir o ambiente de concorrência no Reino Unido, proteger os interesses dos investidores nacionais e inibir aquisições que possam afetar a segurança do país (PRENTICE, 2004: 153-58). Para os FSR propriamente ditos, o país indicou a necessidade de uma regulação internacional no âmbito da OMC.

Já a Alemanha desenvolveu um quadro profundo de controles nacionais contra investimentos dos FSR considerados inadequados. A Chancelaria, o Ministério da Economia e o Ministério das Finanças estão envolvidos na revisão da Lei de Comércio Internacional e Pagamentos de 1961 (*Foreign Trade and Payments Act*) para ampliar a proteção às indústrias consideradas vitais. Essa lei já havia sido emendada em 2004 como uma reação à tentativa dos Estados Unidos em adquirir participações com direito de voto em uma indústria de submarinos alemã. Após esse ocorrido, a Lei de 1961 passou por uma intensa reforma, finalizada e aprovada pela Chanceler Ângela Merkel em 2008 (COHEN, 2009: 12).

A reforma visou, em primeiro lugar, a construção de um marco institucional mais criterioso, com o estabelecimento de uma comissão fixa aos moldes do CFIUS americano. Depois, a emenda ampliou o escopo da Lei, incluindo um número maior de indústrias sensíveis, como telecomunicações, logística, correios e energia. Em termos práticos, definiu-se que qualquer aquisição com mais de 25% dos direitos de voto em empresas de armamento, munição, engenharia e outras áreas relacionadas à indústria de defesa obrigatoriamente deveria ser revisada (US GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, 2008). Em relação à inclusão do setor financeiro como uma área sensível, esse talvez tenha sido o único em que houve dúvidas de se estabelecer tal proteção. Em virtude disso, os critérios para a revisão foram alargados, envolvendo não apenas aqueles relacionados à segurança nacional, mas também à ordem pública, à política externa ou à balança comercial (COHEN, 2009: 12).

Por fim, a Alemanha não desenvolveu apenas uma regulação específica para os investimentos estrangeiros, mas também medidas envolvendo as políticas industrial e financeira. Em primeiro lugar, está liderando uma coordenação de políticas industriais no âmbito da União Europeia para evitar distintas políticas nacionais de proteção aos investimentos que possam prejudicar o desenvolvimento do mercado europeu. E depois, o próprio governo alemão estuda a possibilidade de criar seu próprio FSR para realizar investimentos estratégicos em empresas nacionais como forma de protegê-las de investimentos externos consideráveis perniciosos à economia nacional (KERN, 2007: 18-9).

A idéia de criar um FSR para barrar os investimentos dos demais países já foi adotada pela França. O país transformou em 2008 o *France Pension Fund*, fundado em 2000, em um FSR, realizando aquisições tanto domésticas quanto internacionais. O objetivo da França em criar seu próprio FSR era o de evitar que as empresas nacionais fossem controladas por “predadores

estrangeiros”, e inclusive estimulou os demais países da União Europeia a fazer o mesmo com o objetivo de proteger as indústrias nacionais contra o controle estatal estrangeiro (VANDORE, 2008; DEMAROLLE; JOHANET, 2008: 22).

Além da criação do seu próprio FSR, a França também ativou os mecanismos de controle de investimentos estrangeiros disponíveis na Lei de Investimento Estrangeiro (*Foreign Investment Law*), de 1996. Essa lei dispõe o processo de revisão para investimentos estrangeiros de natureza vinculada à segurança nacional e a setores críticos como: aqueles que possuem funções públicas; relacionados à indústria de defesa e ao uso militar; infra-estrutura; e energia.

Ademais, desde 2005 o Ministro da Economia, Finanças e Emprego deve diretamente aprovar certas aquisições estrangeiras nos seguintes setores: defesa, geração e distribuição de energia, petróleo e petroquímico, telecomunicações, carvão, aviação e navegação (US GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, 2008). Por fim, o país indicou a necessidade de reformar a política industrial com a inclusão de uma definição mais ampla de indústrias sensíveis ao interesse nacional.

Finalmente, a Tabela 7 a seguir resume os critérios utilizados pelos Estados Unidos e pelos países europeus para limitar os investimentos estrangeiros, inclusive dos FSR em áreas consideradas sensíveis.

Tabela 7: Critérios e barreiras indiretas para a limitação de investimentos estrangeiros em países desenvolvidos

	Estados Unidos	Alemanha	França	Reino Unido
Estrutura Jurídica formal	Emenda Exon-Florio (EFA) e Ato de Poderes Econômicos Internacionais de Emergência (<i>International Emergency Economic Powers Act</i>).	Lei de Pagamento e Comércio Exterior de 1961 (<i>Foreign Trade and Payments Act</i>).	Lei de Investimentos Estrangeiros de 1996 (<i>Foreign Investment Law</i>).	Lei da Indústria (<i>Industry Act</i>) de 1975; Lei do Comércio Exterior (<i>Foreign Trade Act</i>) de 1973; Lei das Empresas (<i>Enterprise Law</i>) de 2002
Motivos para revisão dos investimentos	Segurança nacional.	Autoridade governamental de regulação ou restrição de investimentos estrangeiros com base na segurança nacional, ordem pública, política externa e balança comercial; Ausência de outros controles administrativos, órgãos e práticas de monitoramento, rastreamento e limitação dos investimentos estrangeiros.	Motivos de ordem pública, saúde, segurança, funções públicas, pesquisa e produção ou comércio de bens com qualquer substância ou equipamento destinado para uso militar.	Autoridade governamental para intervir em tomadas de controle acionário hostil com base no interesse nacional, inclusive defesa nacional e defesa do espaço aéreo.
Órgão Revisor	CFIUS	-	Ministério da Economia e Finanças; Ministério da Indústria e da Defesa.	-
Processo de Revisão	Revisão: 30 dias; Investigação: 45 dias; Revisão pelo presidente: 15 dias.	-	Revisão: 30 dias, com direito à postergação.	-
Apelo judicial	Não	-	Sim	-
Avaliação caso a caso	Sim	-	Sim, mas sem critérios formais para avaliação.	-
Evidência	Um caso bloqueado.	Poderes sob Lei do Comércio Exterior nunca invocados.	9 rejeições por questões de ordem pública entre 1992 e 1994.	Poderes sob Lei do Comércio Exterior nunca invocados.

(CONT.)	Estados Unidos	Alemanha	França	Reino Unido
Barreiras Indiretas	Empresas sob controle estrangeiro não podem ser contratadas ou subcontratadas em áreas que envolvem informações confidenciais.	Federal Cartel Office analisa fusões e aquisições, inclusive investimentos diretos estrangeiros, para verificar violações da lei alemã antitruste. Direito de restringir investimentos em transporte aéreo e marítimo e telecomunicações sob o Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais da OCDE. Exceções para o Instrumento de Tratamento Nacional da OCDE para investimentos estrangeiros em transporte aéreo e marítimo.	Empresas estatais, sobretudo na área de defesa, infra-estrutura e energia. Direito governamental de restringir investimentos estrangeiros em setores abrangidos pelo Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais da OCDE, sobretudo transporte aéreo, marítimo e setor de seguros. Exceções para o Instrumento de Tratamento Nacional da OCDE em diversos setores. Restrições para a criação, expansão, operação e tratamento nacional no fornecimento por parte de empresas estrangeiras. Preferência concedida às empresas nacionais no fornecimento às forças armadas.	Limite de 29,5% à participação estrangeira na British Aerospace PLC e na Rolls Royce PLC. Empresa sob controle estrangeiro não pode ser contratada para fornecimento na área da defesa. Exigências de cidadania para determinadas empresas envolvidas em atividades confidenciais. Veto à transferência de ativos para determinadas empresas. Restrições às atividades de investimentos estrangeiros em determinados setores. Sob o Código de Liberalização dos Movimentos de Capitais da OCDE, o Reino Unido se reserva o direito de restringir os investimentos estrangeiros nos setores de transporte aéreo e marítimo e telecomunicações. Restrições ao Instrumento de Tratamento Nacional da OCDE em contratos de fornecimento no setor aeroespacial, transporte marítimo e de defesa.

FONTE: KERN, 2007: 10; 13.

Os problemas da regulação nacional

Observa-se que os países desenvolvidos já possuíam um amplo marco de regulação dos investimentos estrangeiros, muitos deles datando ainda da segunda metade do século XX. Entretanto, é observado também que a partir dos anos 2000 esses países iniciam um processo de revisão dessas leis, com o objetivo de exercer maior controle e poder de veto sobre aquisições estrangeiras consideradas problemáticas, dentre essas, estão os investimentos dos FSR. Esse novo processo de regulação nacional aponta, em primeiro lugar, que mesmo os países que optaram pelo liberalismo econômico enxergam com grande preocupação o maior envolvimento de países estrangeiros envolvidos em aquisições voltadas a participações acionárias de suas empresas de capital aberto. Essa preocupação se desdobrou na tentativa de aprimoramento das justificativas atreladas à segurança nacional, aos setores críticos e até mesmo à ordem pública.

Em outro aspecto, o fato desses países terem delineado formas amplas de controle ao investimento estrangeiro, não direcionadas apenas aos FSR, aponta para o problema da regulação unilateral desses fundos. Por serem regulações nacionais, obviamente levam em consideração apenas os interesses dos países receptores, e potencializam assim as reações de caráter protecionista uma vez que os países detentores de FSR possuem poucos mecanismos de recurso a essas leis. Em última instância, o aprofundamento da regulação nacional resulta na existência de uma multiplicidade de quadros normativos que colocam os FSR em uma posição bastante desprivilegiada, podendo inclusive prejudicar seu potencial de diversificação (WONG, 2009:1099). Mesmo que as revisões realizadas pelos países receptores resultem em um baixo grau de bloqueios, as regras de revisão criam limitações prévias aos investimentos dos FSR: por exemplo, o FSR *China Investment Corporation* (CIC) já declarou que não realiza investimentos nos Estados Unidos que eventualmente podem passar sob o escrutínio de revisão do CFIUS (SENDER; DICKIE: 2008).

Esse exemplo ressalta que a ampliação do processo de revisões dos investimentos estrangeiros é pouco efetiva em relação aos FSR na medida em que os países receptores não visam bloquear todos os investimentos dos fundos em si, mas sim, apenas aqueles que ocorrem em setores considerados críticos. Logo, uma regulação mais apropriada seria aquela que fosse capaz de criar um ambiente favorável aos investimentos dos FSR, mas para as áreas que fossem consideradas interessantes pelos países receptores, sem resultar um ambiente hostil que venha a repelir, inclusive, outros investimentos que os FSR anseiem realizar naquele país. É o objetivo de

tentar criar esse tipo de regulação mínima que orienta os mecanismos de regulação no âmbito internacional.

Os dilemas da regulação internacional

O desenvolvimento dos FSR e a necessidade de um marco regulatório mais amplo a partir de 2008 resultaram em discussões importantes em duas instituições internacionais: o FMI e a OCDE. O principal desafio para essas instituições é o de desenvolver uma regulação mínima, capaz de orientar e direcionar os investimentos dos fundos sem que isso possa, por sua vez, resultar em guinadas protecionistas que prejudiquem as opções de diversificação dos próprios FSR. Esse é um objetivo bastante ambicioso uma vez que para sua realização é necessário criar mecanismos institucionais de convergência, em bases coletivas, tanto dos interesses dos países receptores quanto dos países investidores (WONG, 2009:1098-99).

Não há consenso sobre como realizar, simultaneamente, uma minimização dos mecanismos de controle nacionais dos investimentos externos e garantir de forma coletiva que todos os FSR passem a se pautar pelas mesmas regras de investimento. A iniciativa para uma regulação específica para os FSR partiu primeiramente do Tesouro americano em 2008, propondo a construção de um código de conduta no âmbito do FMI, em cooperação entre países investidores e receptores de FSR. Já no âmbito da OCDE, a ênfase foi dada em promover estudos sobre os impactos dos FSR nos países desenvolvidos.

Nesse sentido, essa seção visa analisar, em primeiro lugar, as propostas de ambas as instituições internacionais e avaliar quais são as dificuldades em lançar uma regulação efetiva dos FSR que evite tanto um controle frouxo dos fundos quanto uma guinada protecionista dos países receptores. Depois, fazer uma análise das limitações desses dois quadros regulatórios internacionais para em seguida analisar propostas alternativas, mais especificamente, as propostas de regulação no âmbito da Organização Mundial do Comércio (OMC) e outras específicas para a regulação do FSR, como por exemplo, àquelas voltadas para a retirada do poder de voto das ações controladas pelos fundos.

As limitações institucionais da regulação via FMI e os Princípios de Santiago

Após considerações do seu Comitê Monetário e Financeiro Internacional no final do ano de 2007, o FMI estabeleceu em 2008 um grupo de trabalho sobre os FSR (*International Working Group of Sovereign Wealth Funds – IWG*) com amplos propósitos⁴⁵: em primeiro lugar, promover uma maior divulgação de informações sobre os FSR tanto para os países receptores quanto para os mercados internacionais; em segundo lugar, garantir a continuidade dos FSR a partir da manutenção de um ambiente aberto para esses investimentos; e em terceiro lugar, garantir que as operações dos FSR sejam macroeconomicamente sustentáveis e orientadas exclusivamente por propósitos econômicos e financeiros (INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, 2008: 1-2)

O grupo de trabalho contou com vinte e três membros do FMI detentores de fundos soberanos (Austrália, Azerbaijão, Bahrein, Botsuana, Canadá, Catar, Chile, China, Cingapura, Coreia do Sul, Emirados Árabes Unidos, Estados Unidos, Guiné Equatorial, Irã, Irlanda, Kuwait, Líbia, México, Nova Zelândia, Noruega, Rússia, Timor Leste, Trindade e Tobago); além dos observadores permanentes, compostos por três países (Arábia Saudita, Omã e Vietnã) e duas instituições internacionais (a OCDE⁴⁶ e o Banco Mundial). Ademais, doze países receptores de investimentos (Alemanha, África do Sul, Austrália, Brasil, Canadá, Espanha, Estados Unidos, França, Índia, Itália, Japão e Reino Unido, além da Comissão Europeia, representante da União Europeia) participaram do grupo de trabalho (INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, 2008:27-31).

⁴⁵ O grupo foi formado a partir das considerações do Comitê Monetário e Financeiro Internacional, formado pelo Quadro de Diretores do FMI, em outubro de 2007. O Comitê pontuou a necessidade de aprofundar as análises sobre os fluxos dos FSR e seus impactos tanto nos países investidores quanto receptores, bem como iniciar um diálogo sobre as práticas mais adequadas. De acordo com o documento final gerado pelo Comitê: “6. *The Committee welcomes the progress being made in prioritizing financial sector issues in the IMF's work. It calls for continued efforts to broaden and deepen the IMF's financial expertise to identify future issues, and to better integrate the findings of the IMF's multilateral surveillance in its regional and bilateral surveillance. The Committee also notes the growing importance of Sovereign Wealth Funds in international financial markets. While recognizing their positive role in enhancing market liquidity and financial resource allocation, the Committee welcomes the work by the IMF to analyze issues for investors and recipients of such flows, including a dialogue on identifying best practices. It stresses the importance of resisting protectionism and maintaining an open global financial system*” (IMF, 2007 a). A partir dessas recomendações do Comitê, o IWG realizou três reuniões – em Washington DC, em Cingapura e em Santiago do Chile, sendo que nesta última os princípios de Santiago foram então finalizados.

⁴⁶ A participação da OCDE no IWG implicou em uma discussão mais assertiva sobre os possíveis impactos dos FSR à segurança nacional dos países receptores (Cf. OECD, 2008).

Em primeiro lugar, o IWG tratou de de iniciar um monitoramento mais sistemático do dos fundos em termos de sua estruturação para na sequência relacionar seus tipos distintos com os diferentes impactos que podem causar nos mercados financeiros, que formam a principal preocupação do FMI. Em um primeiro momento, a instituição reconhece que o montante investido pelos FSR traz vários efeitos sistêmicos positivos, relacionados à estabilização dos preços nas transações financeiras, à redução da volatilidade e também ao aprofundamento dos mercados financeiros a partir da diversificação dos portfólios dos fundos. Entretanto, uma mudança brusca na alocação dos ativos poderia causar efeitos reversos, como por exemplo, uma alteração nos preços relativos dos ativos em geral, ou então uma mudança no padrão de fluxos de investimento entre países.

De modo que, para haver um equilíbrio entre a ação dos fundos e a estabilidade monetária e financeira internacional, o FMI destaca a necessidade de estabelecer os contornos de transparência e de governança corporativa. A instituição reconhece que, por terem objetivos altamente estratégicos, geralmente os FSR não divulgam suas políticas, seus fluxos e suas posições acionárias. Entretanto, a ausência de transparência acarreta em menor estabilidade nas transações já que pode confundir políticos e investidores em relação ao seu real desempenho. Logo, o IWG visou concentrar esforços para tornar as operações dos FSR mais abertas na tentativa de minimizar as preocupações dos países receptores quanto às políticas desses fundos. Regras acerca dos propósitos dos fundos, dos controles acionários, do fluxo de informações entre gerência e corpo diretivo, dentre outros, seriam fundamentais para controlar os riscos envolvidos e evitar as guinadas protecionistas.

Por conta dos impactos macroeconômicos e financeiros, o IWG definiu que a regulação dos FSR poderia ser acolhida pelo mandato e pelos mecanismos de supervisão mais gerais do FMI, além da tentativa de desenvolver um monitoramento mais específico no que tange aos impactos nas condições de liquidez global, nos preços dos ativos e nos fluxos de capital. Isso poderia ser feito em um sistema baseado em quatro pilares: o primeiro consiste na supervisão bilateral, na qual o Fundo pode aprofundar o processo de consulta entre as atividades dos FSR e a coordenação efetiva de políticas econômicas; o segundo pilar é o da supervisão multilateral, analisando os impactos globais dos fundos face a tendência de diversificação de portfólios e a maturação dos ativos; depois, a supervisão passa pelo pilar referente à assistência operacional e técnica, sendo a maior preocupação a de garantir proteções frente aos riscos operacionais, o

gerenciamento das reservas e a relação com as finanças públicas; finalmente, o Fundo destaca a necessidade de transparência em termos do provimento de estatísticas, sendo o aspecto mais relevante a inserção completa das operações dos FSR no BoP, isto é, nas estatísticas do FMI sobre Balanço de Pagamentos de cada país.

A partir desses quatro pilares, é possível destacar quais são as novas funções do FMI frente os FSR (ALLEN; CARUANA, 2008:17). É perceptível que sua atuação apresenta características eminentemente técnicas e de supervisão, criando um arcabouço institucional para o gerenciamento dos assuntos monetários, fiscais e de risco dos FSR. Essa baixa capacidade normativa do FMI refere-se a um componente gravemente estrutural desdobrado em três aspectos.

Primeiramente, como definido no Acordo do FMI, este não pode estabelecer controles sobre o movimento de capitais que não estejam vinculados a problemas cambiais internacionais ou de balanço de pagamentos; e por isso, em segundo lugar, o Fundo não é capaz de determinar quais investimentos dos FSR são legítimos ou não quando estão relacionados, por exemplo, a casos de ameaças à segurança nacional ou à outros setores críticos. Logo, uma regulação dos FSR dentro do mandato do FMI exigiria uma readaptação dos instrumentos normativos dessa instituição internacional; caso contrário, o Fundo teria poucas possibilidades de atuação a não ser com funções meramente de parecer técnico:

“Under the Fund’s Articles, members have the right to regulate international capital movements. To the extent that capital controls imposed by members with respect to SWF’s operations do not restrict payments for current international transactions or unduly delay transfers of funds in settlements of commitments, such controls would fall outside the Fund’s jurisdiction. In addition, outside of the Fund’s jurisdiction on exchange matters under Article VIII, the Fund is not in a position to regulate financial markets, e.g., through setting rules on market integrity issues; neither is the Fund in a position to determine members’ national security interests”(ALLEN; CARUANA, 2008:18, grifo meu) .

E em terceiro lugar, o FMI apresenta como estrutura de *enforcement* um processo de definição de condicionalidades e monitoramento que está diretamente relacionado com um acordo de financiamento. Os FSR, com propósitos de estabilização e financiamento surgem,

inclusive, contra essa estrutura de condicionalidades do FMI, protegendo-se assim da necessidade de empréstimos que minam a capacidade de realizar políticas econômicas em momentos das crises (GRIFFITH-JONES; OCAMPO, 2008:11). Por isso, quando o monitoramento não exige financiamento, o Fundo não apresenta nenhuma estrutura de sanções para garantir o cumprimento das regras internacionalmente estabelecidas. Com isso, o caráter da regulação dos FSR está mais direcionado a uma espécie de “pacto de não-agressão”, ao invés de leis com aplicabilidade plena. Isso redundaria em um processo de perda de legitimidade do Fundo em relação aos países em desenvolvimento detentores dos FSR. Assim, resta ao FMI pouca ou nenhuma autoridade em regular ou monitorar comportamentos sem estar atrelado a uma condicionalidade de financiamento (MATOO; SUBRAMANIAN, 2008:7).

Os princípios de Santiago

Diante de tais limitações, enquanto o mandato do FMI para os FSR engloba responsabilidades apenas em termos de assistência técnica e supervisão, o IWG finalizou seus trabalhos com uma proposta de regulação voltada para um conjunto de melhores práticas (*Generally Accepted Principles and Practices - GAPP*), que pudessem articular uma série de aspectos fora do escopo de atuação do Fundo. Esses GAPPs, que foram denominados “Princípios de Santiago”, propõem que a regulação dos FSR seja feita por várias agências entre os países receptores e investidores, logo, fora da jurisdição do próprio FMI, enquanto este ficaria responsável pelo monitoramento dessas relações.

Os Princípios de Santiago foram estabelecidos a partir da análise do conjunto de práticas já existentes dos FSR, bem como dos princípios de transparência e outras regras já adotadas pelos países receptores. O espírito do documento é o de tentar reduzir as controvérsias existentes nos investimentos dos FSR, particularmente àquelas referentes aos propósitos políticos dos fundos e às consequentes reações protecionistas a esses objetivos. Tendo como pressuposto o crescimento inevitável dos FSR e de outros investimentos soberanos, a questão da transparência foi considerada central no documento. Grande ênfase foi dada à abertura e publicidade das estratégias adotadas, bem como dos balanços financeiros, sem contar a questão da abertura da estrutura de gerenciamento dos fundos em acordo com os limites de risco e controle operacionais considerados mais adequados para evitar guinadas protecionistas dos países receptores.

Em termos da estruturação desses princípios, foram estabelecidos vinte e quatro, organizados em três áreas: a primeira trata do quadro institucional dos fundos em relação a seus objetivos e coordenação de políticas macroeconômicas, com ênfase na formulação de estratégias adequadas de investimentos (que seriam aquelas enfocadas exclusivamente nos objetivos de maximização financeira); a segunda área versa sobre como as estruturas institucional e de governança dos fundos devem estar livre das influências políticas por meio da separação das funções de controle e de gerenciamento operacional; e a última área cobre a gestão de riscos dos investimentos, estabelecendo critérios para evitar instabilidades no sistema financeiro internacional. Os vinte e quatro GAPPs podem ser consultados no Anexo B-I.

A primeira parte dos Princípios de Santiago versa, nos GAPPs 1 a 5, sobre as bases legais dos FSR. O princípio 1 apresenta quais são as estruturas jurídicas mais adequadas para seu funcionamento. São três os tipos de estruturas indicadas: a mais recomendada é a autônoma, com total liberdade de gerenciamento e decisão; mas também é admitida a estruturação corporativa, mas estritamente governada sob o regulamento da própria corporação e sob as leis que recaem sobre qualquer empresa pública do país; e a terceira, uma estrutura mais ampla formada por um conjunto de ativos pertencentes ao Estado ou ao Banco Central. Essas estruturas, por sua vez, devem ser obrigatoriamente definidas por leis internas pautadas em ampla publicidade e que versem claramente sobre que órgãos controlam o FSR, qual é a equipe responsável por suas operações e quem são os seus beneficiários.

Em relação aos objetivos e aos desdobramentos macroeconômicos dos fundos, os princípios 2 e 3 apontam a necessidade de uma clara definição de todos os seus possíveis propósitos (inclusive aqueles mais específicos que vão além de maximização dos retornos investidos); e também que suas operações sejam coordenadas face aos impactos macroeconômicos que os FSR podem eventualmente causar, tanto no seu país de origem quanto nos países receptores. Tais princípios remetem também aos possíveis interesses geopolíticos dos fundos e aos problemas de segurança nacional. Dessa forma, o princípio 2 aponta três propósitos legítimos dos FSR: estabilização; poupança; e investimentos de reserva. Esses propósitos podem obviamente se sobrepor, mas mesmo essa sobreposição deve estar claramente definida no quadro legal do fundo⁴⁷. Já o princípio 3 sugere uma clara coordenação entre o país receptor e o país

⁴⁷ Aqui podemos remeter ao exemplo dos fundos de Botsuana e da Rússia, que embora sejam em grande medida fundos de estabilização, também apresentam objetivos de poupança em momentos em que as reservas excedem o montante necessário para a estabilização fiscal de curto-prazo.

investidor, mensurando os impactos macroeconômicos dos FSR em termos de finanças públicas, situação monetária, taxa de câmbio etc. O controle dos impactos macroeconômicos exige também regras sobre o financiamento dos fundos, a saída dos investimentos e o custo dos retornos. O princípio 4 determina então que as fontes de financiamento do FSR devem ser explícitas, e a retirada ou o gasto do montante investido do fundo devem estar atrelados ao orçamento nacional⁴⁸.

A segunda parte dos Princípios de Santiago corresponde aos GAPPs 6 a 17 e trata do quadro institucional e da estrutura de governança em três diferentes aspectos: a governança em si, a prestação de contas (*accountability*) e a garantia da integridade das operações realizadas pelos FSR. A ênfase está na necessidade de garantir que os FSR estejam plenamente livres de qualquer interesse e intervenção de caráter político. Para tanto, o princípio 6 aponta que o gerenciamento operacional deve ser realizado em bases independentes do próprio Estado. A sugestão é a de que tal separação seja feita pela criação de quadros executivos compostos por funcionários de diversos órgãos governamentais ou então pela delegação de um órgão específico responsável pelo gerenciamento operacional do fundo.

Os FSR teriam então seu quadro de governança dividido em duas esferas: uma de responsabilidade do Estado ou da entidade governamental detentora do fundo; e outra de responsabilidade do quadro executivo. Aos detentores do fundo estão destinadas as seguintes funções, dispostas no princípio 7: definição geral dos propósitos políticos do FSR; definição do mandato e o grau de risco dos investimentos; estabelecimento dos membros que comporão o quadro executivo; supervisão do desempenho do fundo. Já o quadro executivo seria exclusivamente responsável por formular a estratégia de investimentos em si, e consequentemente, teria a prerrogativa de decidir autonomamente como serão empregadas. O princípio 9 indica que quanto maior for a autonomia do FSR, mais transparente ele será.

⁴⁸ Esse princípio é colocado pois, como apresentado no capítulo 2, há uma relação entre a fonte do fundo, seus propósitos e seus procedimentos de retirada e gasto. Fundos de estabilização, por exemplo, geralmente apresentam como fonte as receitas originárias de um resultado superavitário no balanço de pagamentos relacionado ao aumento de preço de *commodities* específicas, e suas regras para retirada são orientadas por déficits fiscais ou queda brusca no preço de *commodities*. É o caso dos fundos do Chile, cuja retirada é baseada na trajetória do preço do cobre, e do Kuwait, cuja base de retirada é o preço do petróleo. Já os fundos de poupança frequentemente apresentam superávits fiscais como fonte principal, sejam eles oriundos de receitas de privatização, intervenção no mercado cambial, dentre outros. Nesse caso, as regras para retirada em geral estão atreladas à trajetória negativa dos gastos públicos. É possível exemplificar com o caso de Cingapura, que determina por lei que as reservas podem ser usadas para cobrir as posições do orçamento público.

No que se refere à prestação de contas (*accountability*), os princípios 10, 11 e 12 apontam para a necessidade de publicação de relatórios anuais e de realização de auditorias externas. Esses mecanismos de prestação de contas recaem tanto sobre o detentor do fundo quanto sobre o quadro executivo. O detentor do fundo deve prestar contas sobre a criação do quadro legal do FSR, enquanto o corpo executivo deve publicar seus movimentos operacionais e o desempenho dos investimentos em geral. A essa parte é possível relacionar o princípio 5, que versa sobre a necessidade de produção de estatísticas nacionais não apenas sobre as operações dos FSR, mas também sobre as principais variáveis macroeconômicas necessárias para avaliar seu desempenho.

Os últimos princípios sobre a estrutura de governança tratam da integridade das operações realizadas pelos FSR. Isso significa, de acordo com o princípio 15, que elas devem ser conduzidas em concordância com os marcos regulatórios dos países receptores, como as leis de segurança nacional, as leis anti-monopólio e as leis tributárias; para isso, devem cumprir todos os requisitos de abertura, transparência e divulgação de qualquer informação que seja requerida pelo país receptor, questão essa especialmente ressaltada no princípio 16. Tal respeito às determinações legais sobre investimentos estrangeiros é considerado fundamental para evitar reações protecionistas, e é entendido no princípio 17 como uma obrigação dos FSR. Ademais, é sugerido no princípio 13 que os detentores dos FSR articulem um código de conduta próprio que também sirva como garantia contra qualquer interferência política nas operações do FSR.

A terceira parte do documento corresponde aos GAPPs 18 a 24 e trata dos princípios que devem guiar a política de investimentos, o controle dos riscos e a mensuração do desempenho do fundo. A política de investimentos, de acordo com o princípio 18, deve claramente definir os objetivos e a estratégia de investimentos⁴⁹. Em relação à exposição do fundo ao risco, quatro tipos de diretrizes devem ser estabelecidos: diretrizes de tolerância ao risco, isto é, o grau de aceitação a mudanças negativas no valor do portfólio; diretrizes em relação ao portfólio de referência (*portfolio benchmark*) para mensurar seu desempenho (questão ressaltada também no princípio 23); diretrizes sobre a definição do portfólio em termos de liquidez, localização geográfica, concentração setorial e o tipo de financiamento utilizado, especialmente no caso de alavancamento (*leverage*); e diretrizes sobre o uso de gerentes financeiros internos e externos na

⁴⁹ Ainda no que tange à política de investimentos, o princípio 19 resalta a necessidade de compatibilizar a política de investimentos com propósitos definidos exclusivamente em bases econômicas e financeiras, e que outros objetivos dos fundos sejam claramente publicados. Por outros objetivos, o princípio 19 dispõe os seguintes casos: fundos soberanos que não realizam certos investimentos por motivos éticos ou religiosos (como é o caso do Kuwait); ou então fundos que incluem critérios sociais, ambientais ou outros em suas políticas de investimento.

operação de cada classe de ativo. O princípio 18 explicita também que a estratégia deve ser revisada a cada mudança verificada na operação dos fundos, e que obviamente essas mudanças devem ser amplamente publicadas.

Em relação ao caráter estatal desses fundos, o princípio 20 aponta que os FSR não podem se beneficiar de qualquer informação privilegiada procedente de sua posição estatal que os coloquem em competição desleal com os fundos privados, embora reconheça que os FSR tenham certos privilégios pelo fato de pertencerem ao Estado, como por exemplo, imunidade diplomática e implicações tributárias diferenciadas. Mas a preocupação esboçada nesse princípio refere-se sobretudo àquelas relacionadas com os direitos a voto que um FSR pode deter. Por isso, o princípio 21 dispõe que o exercício de tal direito não pode ser operado pelo detentor do fundo, mas sim por um quadro de representantes em posição fiduciária. Além de dar publicidade *ex ante* e *ex post* de todas as operações realizadas, esse quadro de representantes deve atuar de forma autônoma com o objetivo de evitar que a posição de direito de voto possa ser influenciada por possíveis interesses políticos.

Esta última parte do documento se debruça, finalmente, sobre a necessidade da construção de uma estrutura capaz de identificar e gerenciar os possíveis riscos oriundos das operações dos FSR, protegendo tanto seu portfólio quanto a estabilidade do sistema financeiro internacional. O princípio 22 aponta parâmetros para o gerenciamento dos riscos dos FSR: é necessário que o fundo estabeleça previamente o grau de risco atual e desejado, trace medidas para que tal grau de risco não seja ultrapassado e que realize seu constante acompanhamento e mensuração a partir da confecção de relatórios e estatísticas que sejam largamente publicados.

O último princípio aponta que todas as disposições se tratam de diretrizes gerais e, portanto, sua implementação, é voluntária e de total responsabilidade do país investidor, não havendo qualquer instrumento compulsório caso os países não as absorvam por leis internas. Devido a esse motivo, as práticas apontadas são bastante amplas, com o objetivo de acomodar um largo espectro de diferentes estruturas legais e institucionais já existentes e possibilitar que o maior número de FSR possa aderir-las. Por isso, para alguns FSR certas mudanças podem ser significativas, de modo que o próprio documento aponta a necessidade de distintos períodos para a implementação das regras, especialmente para os FSR mais novos ou com estruturas controversas.

A regulação da OCDE para os problemas de segurança nacional

A OCDE também tentou orquestrar orientações gerais sobre a regulação dos FSR, mas a partir dos procedimentos das políticas de investimento dos países receptores. A instituição, diferentemente do FMI, não buscou traçar novos quadros para abarcar os FSR, mas sim, reorganizar os princípios já estabelecidos em seu quadro e que podem ser aplicados a eles. No mesmo tom dos Princípios de Santiago, o documento da OCDE apresenta os FSR como veículos de investimento estatal que devem ser fortalecidos na medida em que contribuem para a estabilidade e o crescimento do sistema financeiro internacional. Para que isso possa se efetivar, a OCDE intenta preservar a abertura do movimento de capitais dos países receptores – especialmente em momentos de crise financeira – a partir de mecanismos que garantam, por um lado, que os investimentos soberanos não acarretem em nenhuma ameaça à segurança nacional dos países receptores; e por outro, que tais questões de segurança nacional não encubram medidas protecionistas em casos relacionados com a segurança nacional.

A “Declaração da OCDE sobre os Fundos Soberanos de Riqueza e as Políticas dos Países Receptores” (*OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*) dispõe esses mecanismos, que podem ser consultados no Anexo B-III. Primeiramente, a Declaração aborda a discussão sobre os possíveis propósitos políticos dos FSR, que de fato legitimam a preocupação dos países receptores em termos de ameaças à segurança nacional. Para evitar que essas preocupações se desdobrem em medidas que obstruam os fluxos internacionais de capital, o documento indica duas vias. A primeira é a de reforçar a confiança dos países receptores com o aprofundamento da transparência, da governança e de operações de longo-prazo dos FSR baseadas em interesses puramente econômicos, questão esta desenvolvida pelos Princípios de Santiago. A segunda consiste em indicar melhores práticas para os países receptores de FSR, que foram justamente desenvolvidas pela OCDE.

Tais práticas são tratadas em outros dois documentos derivados dessa Declaração: os “Princípios Gerais da OCDE para Políticas de Investimento” (*OECD General Investment Policy Principles*), aderidos pelos trinta países da OCDE e por mais três países candidatos à organização (Chile, Eslovênia e Estônia); e as “Diretrizes da OCDE para as Políticas de Investimento dos Países Receptores relacionadas à Segurança Nacional” (*OECD Guidelines for Recipient Country Investment Policies relating to National Security*), aderidas pelos países mencionados acima além de mais oito países que não fazem parte da organização (Argentina, Brasil, Egito, Israel, Letônia,

Lituânia, Peru, Romênia) (OECD, 2008 b: 2; OECD, 2008 c: 3). Esse conjunto de princípios e diretrizes foi aprovado em 04 de abril de 2008 e concluído em 08 de outubro de 2008, na 8ª Mesa Redonda sobre Liberdade de Investimentos, e foi articulado conjuntamente com o IWG do FMI (OECD, 2008 a: 1), e podem ser consultados, respectivamente, nos Anexos B-IV e B-V.

Os “Princípios Gerais da OCDE para Políticas de Investimento” foram baseados no “Código para a Liberalização do Movimento de Capitais” (*Code of Liberalisation of Capital Movements*) adotado pela OCDE em 1961; e na Declaração sobre Investimento Internacional e Empresas Multinacionais (*Declaration on International Investment and Multinational Enterprises*) de 1976, com revisão em 2000. A partir desses documentos, cinco princípios que devem guiar as políticas de investimento dos países receptores em relação aos FSR foram definidos nas “Diretrizes da OCDE para as Políticas de Investimento dos Países Receptores relacionadas à Segurança Nacional”.

Em primeiro lugar, o princípio da não discriminação, que determina o tratamento equitativo entre investidores nacionais e estrangeiros em qualquer situação em que não haja ameaças legítimas à segurança nacional. Esse princípio possibilita que os benefícios da liberalização de capitais sejam estendidos a todo e qualquer país membro do FMI.

Em segundo lugar, o princípio da transparência aponta que não apenas os FSR devem promover a abertura de toda sua política e estrutura, mas também os países receptores devem publicar os motivos e as condições para qualquer restrição que venham impor contra os investimentos estrangeiros.

Em terceiro e quarto lugares, os princípios da progressiva liberalização e da imobilização (*standstill*) determinam que os países receptores devam se comprometer com a eliminação das barreiras ao movimento de capitais internacionais de forma progressiva, ou seja, sem a inserção de novas restrições.

E por fim, o quinto princípio é o da liberalização unilateral, ou seja, não é necessário haver reciprocidade para que a liberalização dos investimentos estrangeiros aconteça. Isso porque a OCDE partilha da concepção de que a liberalização é benéfica para todos, especialmente para os países que reduzem as barreiras aos fluxos de capital (OECD, 2008 d: 3).

Para a resolução de casos em que os países receptores invoquem problemas de ameaça à segurança nacional em relação aos investimentos dos FSR, quatro linhas de diretrizes devem ser aplicadas. A primeira é a de não-discriminação: medidas específicas relacionadas à segurança

nacional devem ser tomadas apenas em última instância, quando as medidas gerais forem inadequadas às circunstâncias.

A segunda diretriz é a da transparência e da previsibilidade: toda e qualquer medida de restrição dos investimentos estrangeiros deve ser devidamente codificada em leis específicas, nas quais os critérios de decisão devem ser explícitos; e também deve haver a publicação dessas restrições não apenas em termos de divulgação dos códigos adotados, mas especialmente em relação à notificação dessas decisões à parte afetada. Isso significa que os procedimentos para a restrição dos investimentos devem ser abertos e também monitorados pelos países cujos investimentos são revisados.

Finalmente, essa questão do monitoramento recai sobre a terceira diretriz apontada, que é a de proporcionalidade regulatória. A OCDE admite que as ameaças à segurança nacional devam ser avaliadas exclusivamente pelo próprio país receptor; mas a despeito dessa prerrogativa, qualquer restrição imposta deve ser utilizada apenas em último caso e principalmente, deve responder de forma estrita ao problema de segurança nacional destacado, não podendo se desdobrar para outras áreas não diretamente relacionadas à questão. Logo, devem ter um escopo que não ultrapasse a especificidade do caso, e o controle dessa proporcionalidade é feito por meio de uma plena prestação de contas (*accountability*), que corresponde à última diretriz apontada pela OCDE e tem por objetivo sustentar a abertura do movimento de capitais especialmente pelo direito de recurso garantido pelo investidor estrangeiro. Isso significa que os países receptores devem constantemente reavaliar não apenas as restrições impostas, mas também os motivos que levaram a tal enquadramento, de modo que, caso as condições que geraram a restrição sejam revertidas, os princípios de liberalização progressiva e unilateral devem prevalecer (OECD, 2008 c: 4-5).

A despeito desse amplo quadro, evidencia-se que o compromisso dos países receptores em relação a não-discriminação dos FSR também ocorre em bases da adesão de princípios e diretrizes. Isso significa que, em última instância, os problemas de regulação presentes nos Princípios de Santiago são repostos nas diretrizes da OCDE, e ainda de uma perspectiva ainda mais complacente em relação aos interesses dos países receptores.

Outros projetos de regulação: OMC e suspensão dos direitos de voto

Em virtude das limitações da regulação no âmbito tanto do FMI quanto da OCDE, alternativas passaram a ser discutidas no âmbito acadêmico e político. Duas são as propostas de maior escopo: uma relacionada à regulação dos FSR no âmbito da OMC, e outra relacionada à suspensão dos direitos de voto das participações adquiridas por FSR.

A regulação via OMC

O primeiro argumento, desenvolvido por Matoo e Subramanian (2008) visa demonstrar como a OMC é uma instituição mais adequada para lidar com a regulação dos FSR. Segundo os autores, ao contrário das instituições de *Bretton Woods*, cujas regras estavam embasadas nas relações de poder estáticas, na OMC o poder de projeção política internacional é relativizado pelo tamanho do mercado dos países. A organização apresenta uma dinâmica na qual o mecanismo de solução de controvérsias é acionado pelas partes ofendidas, de modo que os países em desenvolvimento, em grande parte detentores de FSR, também podem ser reclamantes contra os países desenvolvidos. Essa dinâmica estrutural traria maior legitimidade às decisões de regulação dos FSR do que àquelas levantadas pelo FMI e pela OCDE. Além da questão da legitimidade, a OMC apresentaria também mecanismos mais eficientes de implementação das resoluções. Por se tratar de um mecanismo de arbitragem, é possível realizar ações retaliatórias de caráter multilateral que não são possíveis nas outras duas instituições. Isso garantiria que os países desenvolvidos apresentassem suas queixas acerca dos FSR ao mesmo tempo em que os países detentores também poderiam ter seus interesses protegidos caso a resolução lhe seja favorável.

Com a mudança no padrão dos fluxos de investimentos estrangeiros, que agora fluem para todas as direções, tornou-se possível que a OMC estabelecesse uma regulação global sobre os FSR, já que envolvem tanto questões sobre a liberalização dos fluxos de investimento quanto de segurança internacional. Ações unilaterais como respostas às possíveis ameaças à segurança nacional que os FSR podem causar trariam ainda mais distorções aos fluxos de capitais, pois envolveriam, além de protecionismo, outros controles que beneficiariam os países receptores em detrimento da liberalização dos fluxos de comércio e investimentos. Já os arranjos na OMC levariam em consideração dois aspectos: de um lado, o escopo e o conteúdo dos investimentos dos FSR; e de outro, os processos pelos quais eles devem ser avaliados, com o objetivo de

garantir ao mesmo tempo certa proteção aos interesses dos países investidores, e certa segurança aos receptores em termos da neutralidade dos investimentos dos FSR.

Para os autores, o foco da regulação dos FSR a partir dos mecanismos da OMC não deveria ser o de transparência, mas sim, o de evitar práticas mercantilistas contra os fluxos internacionais de comércio. Assim, seria possível estabelecer controles para a atuação dos FSR de cinco formas. Em primeiro lugar, desenvolver, a partir do Artigo XV – que estabelece que *“Contracting parties shall not, by exchange action, frustrate the intent of the provisions of the WTO Agreement”* (MATOO; SUBRAMANIAN, 2008:10) – uma jurisprudência sobre o papel e a dinâmica das taxas de câmbio em um sistema de comércio internacional. Em segundo lugar, incluir um setor de regulação específico para os FSR nas regras da OMC sobre serviços, isto é, dentro dos GATS (Acordos Gerais sobre Comércio de Serviços), no que tange às regras para investimento externo direto. Em seguida, a questão da ação do Estado seria contemplada a partir do artigo XVII, que assegura regras para evitar que empresas governamentais distorçam o padrão de comércio. Depois, a normatização dos FSR atuaria também no marco do GPA (Acordo de Licitações dos Governos), que é uma resposta às compras estatais com viés protecionista ao estabelecer maior transparência nas licitações. E finalmente, o mecanismo de arbitragem seria utilizado para garantir ao investidor do FSR o benefício da dúvida, isto é, há um processo de análise técnica, no qual ambos os lados fornecem critérios para a resolução do contencioso.

A regulação via suspensão dos direitos de voto

Já a segunda possibilidade de regulação é desenvolvida no estudo de Gilson e Milhaupt (2008), propondo a suspensão do direito a voto nas participações adquiridas por fundos soberanos como uma resposta minimalista de regulação (GILSON; MILHAUPT, 2008: 21). Para esses autores, as empresas que apresentam participações controladas por FSR, com ou sem posições majoritárias, estão em uma posição de alta vulnerabilidade, pois os FSR se utilizam de largos instrumentos de manipulação:

“Suppose a corporation’s senior executives resist efforts by a significant SWF shareholder to influence the corporation’s decisions in a fashion favorable to the SWF, for example, by declining to authorize technology transfer arrangements with corporations in the SWF’s jurisdiction. In that event, the SWF shareholder can seek to have the board of directors replace

the recalcitrant managers. If that fails, the SWF can seek to persuade other shareholders to join with it and replace the board. Thus, an SWF's informal influence depends on its formal influence – its ability to vote its shares. If an SWF shareholder's influence depends on its ability to vote its shares, then the obvious means to prevent strategic behavior – behavior that benefits the SWF or its sovereign owner in ways that do not proportionately benefit other shareholders – is to restrict an SWF's right to vote” (GILSON; MILHAUPT, 2008: 23, grifo meu).

A suspensão desses direitos seria feita, assim, em bases temporárias – os direitos de voto seriam restituídos apenas quando as participações dos FSR fossem vendidas para atores privados. Com isso, efetivamente seriam articuladas formas de regulação dos FSR, já que seria possível impedir o uso estratégico dessas ações pelos países que controlam os fundos.

Os autores, entretanto, ressaltam que restam duas dificuldades nessa proposta. Uma é a sub-inclusão: retirar o direito a voto não significa que os FSR percam seu poder de influência. Sabendo que a empresa carece do aporte financeiro desses fundos, os acionistas podem direcionar suas estratégias para favorecê-los sem que estes tenham o direito a voto. Por outro lado, há o problema da super-inclusão: essa medida regulatória não distinguiria as diferentes classes dos ativos que compõem os portfólios dos FSR, isto é, embora vise exclusivamente as aplicações em *equities*, também afetariam outras aplicações que não envolvem essas questões estratégicas, como renda fixa e alternativos. Outra desvantagem, que vai além dos critérios de sub e super-inclusão, refere-se ao aumento dos custos de capital dos FSR, na medida em que seriam prejudicados pelas pressões por maior governança corporativa.

Mesmo com essas dificuldades, a suspensão do voto seria, segundo os autores, a forma mais efetiva para evitar uma onda protecionista. Essa estratégia substituiria, primeiramente, àquelas relacionadas às preocupações excessivas com a transparência, que são pouco eficientes. Ao mesmo tempo, a regra de suspensão de direito a voto recairia sobre todos os FSR, tornando desnecessário recorrer a avaliações subjetivas sobre quais seriam as reais motivações dos fundos, se geopolíticas ou econômicas. Os propósitos dos FSR não importariam, uma vez que apenas aqueles com objetivos meramente econômicos continuariam investindo mesmo sem direito a voto. Ademais, essa forma de regulação seria mais eficiente que um código de melhores práticas porque não adotaria um “dever ser” sobre como os governos deveriam gerenciar seus fundos.

Os dilemas e as limitações da regulação internacional dos FSR

É possível esboçar pelo menos três limitações tanto dos Princípios de Santiago quanto das Diretrizes da OCDE em relação aos objetivos que pretendem alcançar. Em primeiro lugar, há um foco unilateral na análise dos FSR, o que leva a uma radical separação de quadros regulatórios, um para os países investidores (como é o caso dos Princípios de Santiago) e outro para países receptores (como é o caso das Diretrizes da OCDE). Depois, há uma limitação em relação ao que ambos consideram como o elemento mais importante para uma efetiva regulação e aceitação dos FSR, a saber, a transparência como a garantia de que os fundos estão livres de interesses políticos. Isso porque a mera transparência não garante – especialmente aos olhos dos países receptores – que os fundos são orientados apenas por interesses econômicos. E em último lugar, ambos são instrumentos voluntários, logo, são limitados em relação aos seus mecanismos de aplicação e efetividade e podem facilmente ser manipulados tanto pelos países investidores quanto receptores.

A análise do quadro regulatório dos FSR indica que o problema não está exatamente nos investimentos estrangeiros estatais em si, mas sim, nos interesses divergentes entre os países receptores e países investidores em relação a tais investimentos. Isso porque os FSR não são instrumentos unilaterais de investimentos, isto é, sua atuação envolve um processo de negociação, mesmo que indireto, entre investidores e receptores, de tal modo que essa relação de possível barganha não é sequer mencionada nos quadros regulatórios internacionais.

O caráter fragmentado da regulação evidencia que nem os Princípios de Santiago nem as Diretrizes da OCDE são capazes de traduzir um equilíbrio entre os interesses dos FSR e dos países receptores. Pelo contrário: em ambos os quadros os interesses dos países receptores são tomados como dados. Assim, os GAPPs do FMI indicam, em última instância, que apenas resta aos FSR realizar as estruturas apontadas nas “melhores práticas” com o objetivo de corresponder às expectativas dos países receptores em relação ao que estes consideram como políticas adequadas de investimento. Já os princípios da OCDE reafirmam o poder dos países receptores em auto-definir em que situações os FSR podem ser considerados uma ameaça nacional, e uma vez legitimada essa ameaça, nada resta aos países receptores senão aceitar a restrição. Mesmo o direito ao recurso concedido ao país investidor é um falso mecanismo de equilíbrio de interesses. Isso porque quem julga se o país investidor realizou as modificações adequadas para superar a ameaça à segurança nacional é o próprio país receptor: “(...) *the*

international community needs to focus not on SWFs recipient countries separately, but as one problem. By dealing solely with the SWFs side of the problem, the Santiago Principles [e também as diretrizes da OCDE] are essentially putting a Band-Aid over a gaping wound” (WONG, 2009: 1106).

As limitações da regulação internacional oriundas da ausência de um enfoque das relações entre os países detentores e os países receptores são evidenciadas quando se observa a ênfase dada à transparência, com a necessidade de garantir a plena abertura dos FSR em relação à sua estrutura, seus objetivos, suas políticas, suas estratégias, e seus resultados operacionais. Nota-se que a grande ênfase dada à publicação e abertura de todo e qualquer elemento que envolva a atuação dos FSR torna a questão da transparência excessiva, e em grande parte desnecessária. Excessiva porque a abertura de todo e qualquer elemento dos fundos pode prejudicar o desempenho dos mesmos, já que cada decisão estratégica se tornaria pública e sujeita aos rumores dos mercados, como já discutido no começo do capítulo. Ademais, a garantia dessa exaustiva publicidade implicaria em amplos gastos de tempo e de recursos. E especialmente desnecessária porque a simples divulgação das informações a respeito do gerenciamento dos fundos não garante, por si só, que os países receptores estarão mais abertos e seguros a receber os investimentos dos FSR.

Isso ocorre porque, em primeiro lugar, não necessariamente as informações divulgadas podem ser consideradas críveis pelos países receptores. Esse argumento é extremamente forte na medida em que muitos dos países receptores não questionam apenas o FSR em si, mas especialmente a legitimidade dos países detentores desses fundos. A maioria dos casos de oposição aos investimentos dos FSR remete à fragilizadas relações entre o país detentor do fundo e o país receptor (LYONS, 2007 a:16-7). Dessa forma, sem o estabelecimento de critérios de abertura confiáveis, que possam superar a desconfiança entre as partes, a mera recomendação de maior transparência se torna ineficiente. Logo, exigências menos abrangentes por transparência deveriam ser estabelecidas para que tanto os Princípios de Santiago quanto os princípios da OCDE pudessem de fato ser orientados por um quadro regulatório efetivo. O sistema de aberturas poderia ser ativado em situações específicas, como por exemplo, quando os FSR realizam investimentos em determinados setores ou em um conjunto de empresas previamente determinado, como os próprios quadros de regulação nacional já o fazem. Esses critérios específicos de abertura protegeriam os FSR do excesso de divulgação de informações sem retirar

as prerrogativas dos países receptores em proteger certas indústrias, mas de modo que estes apenas poderiam bloquear investimentos que se enquadrassem nas circunstâncias pré-determinadas (WONG, 2009:1105; 1108).

E em último lugar, a omissão de qualquer mecanismo de aplicação e sanção (*enforcement*) dos princípios de regulação denota que eles objetivam mais esboçar um quadro genérico de princípios desejáveis do que de fato guiar uma transformação institucional dos FSR. Não é previsto nenhuma medida para mensurar se os princípios estão sendo utilizados pelos países investidores ou receptores, ou então se a sua execução teve resultados desejáveis, para não dizer da ausência de sanções caso os princípios não sejam observados. Mesmo que os países receptores estabeleçam, por exemplo, que os investimentos dos FSR devam seguir os Princípios de Santiago, isso não significa que tais países tenham o poder de sancioná-los caso eles não cumpram as diretrizes do documento. Da mesma forma, os países investidores não possuem nenhum recurso quando os países receptores não executam os princípios delineados pela OCDE. Logo, a ausência de poder de sanção indica definitivamente as limitações em se regular os FSR tanto da parte dos países receptores quanto dos investidores quando há a ausência de um equilíbrio entre os interesses das partes. E particularmente essa dificuldade se agrava quando os próprios países receptores se encontram em uma posição ambígua a respeito de como lidar com esses investimentos, como será observado na terceira parte desse capítulo.

Já em relação às propostas alternativas de regulação, que tentam abarcar as limitações das instituições internacionais responsáveis por traçar melhores práticas para os FSR, nota-se que elas ainda não atingiram os campos decisórios com reais poderes para promover processos de regulação. O campo de regulação via OMC parece ser mais amplo do que o de suspensão de votos em função das reações hostis que essa política pode causar, já que mesmo os processos de regulação nacionais não vislumbram controles tão drásticos. Logo, um balanço dos quadros regulatórios para os FSR evidencia que ainda há poucos caminhos que vão além da definição bastante ampla de “*best practices*” e que proponham uma regulação de barganha mais clara os países receptores e investidores.

Além disso, a carência de informações sobre as características gerais e específicas dos FSR faz com que os primeiros passos regulatórios ainda estejam voltados para o de provimento de estatísticas, balanço sobre a estruturação dos fundos, e outros elementos técnicos relacionados aos investimentos, à governança, à transparência e aos arranjos institucionais, que foram

justamente os resultados mais visíveis do IWG do FSR e até mesmo dos trabalhos no âmbito da OCDE. Isso implica, por sua vez, que a amplitude das regulações não atinge ainda os pontos mais controversos acerca da decisão de investimentos em termos operacionais e principalmente, políticos. Evidencia-se a dificuldade em criar normas que possam trazer alguma padronização nas operações ao mesmo tempo em que tornem legais as diversas formas de investimentos em que os FSR estão envolvidos. Sem mencionar as limitações em realizar esse processo de forma coletiva, ou seja, abarcando o comprometimento não apenas dos países detentores dos FSR, mas também dos países receptores.

É sob esse aspecto que não basta avaliar a dificuldade de regulação dos FSR apenas à luz das limitações das instituições internacionais. É necessário compreender como esses entraves estão atrelados às relações entre os países receptores e os países investidores no quadro da estrutura da economia política internacional contemporânea. Sugere-se que não há uma regulação assertiva dos FSR não apenas em virtude da ineficiência institucional dos organismos internacionais, mas sim porque uma regulação muito assertiva dos FSR implicaria, em última instância, na imposição de controles aos próprios fluxos de capital que são indesejáveis em um contexto de globalização financeira. É por isso que a regulação internacional visa “respostas minimalistas”, de caráter paliativo, porque os entraves que permeiam o processo de regulação dos FSR estão atrelados ao próprio compromisso com o livre fluxo de capitais que caracteriza a globalização financeira.

PARTE III

O PROCESSO DE BARGANHA NA REGULAÇÃO INTERNACIONAL DOS FSR

Esta última parte do capítulo visa analisar como as propostas de regulação internacional dos FSR estão inseridas em um processo específico de barganha entre os países receptores e os países investidores. Esse processo é marcado, por um lado, pelos interesses dos países receptores

em não liquidar com todo e qualquer investimento dos FSR, mas sim atrair determinados investimentos para cobrir problemas relacionados à restrição de créditos internacionais em momentos de crise financeira. E por outro, pela reavaliação das estratégias de investimento dos países detentores face às restrições dos países receptores e em virtude das perdas patrimoniais obtidas nesses mesmos momentos de crise.

Esse processo remete especificamente ao contexto da crise financeira de 2007-2008, chamada de crise *subprime*⁵⁰, que afetou de maneira ampla o debate da regulação dos FSR. Se antes os países receptores indicavam que a regulação internacional dos FSR deveria garantir que seus investimentos estivessem livres de estratégias geopolíticas, no momento dessa crise a visão da regulação se alterou, pois a maioria dos países que antes criticavam os investimentos desses fundos passou a receber fluxos que resultaram em importantes efeitos estabilizadores. Tendo em vista tal mudança, a seguir será discutida, primeiramente, a forma como os FSR atuaram para a contenção dos efeitos da crise financeira, e então destacar como essa crise resultou em uma mudança na abordagem regulatória dos FSR, por meio de um enfraquecimento das reações negativas dos países receptores. Isso fez com que medidas mais rígidas e protecionistas de regulação fossem repensadas justamente porque nesse momento os países receptores passaram a contar com os investimentos dos próprios FSR para recapitalizar os bancos e instituições financeiras à beira da falência.

A atuação dos FSR na crise financeira de 2007-2008

No ano de 2007, muitos bancos importantes nos Estados Unidos e na Europa foram atingidos pela queda no valor dos títulos das hipotecas os quais eles próprios eram responsáveis por fazer seu acondicionamento (*packaging*). Os ativos sem respaldo desses bancos aceleraram uma restrição de créditos (*credit crunch*), já que as instituições financeiras passaram a disponibilizar menor liquidez e a requerer maiores retornos para empréstimos. Frente a essa crise, denominada *subprime*, que ressaltou a impossibilidade de financiamento das posições devedoras por meio de empréstimos privados, os resgates dessas instituições ocorreram particularmente pela venda das ações a preços bastante desvalorizados e com promessas de altas taxas de retorno

⁵⁰ Para a definição dessa crise, vide o Glossário de Termos Financeiros dessa Dissertação.

(BLACKBURN, 2008:63). Nesse contexto, foi certamente significativa a atuação dos FSR, que ampliaram suas participações acionárias no setor financeiro enquanto contribuíam para a injeção inicial de liquidez requerida para a contenção da crise.

A atuação dos FSR na crise *subprime* é marcada por três fases: primeiramente, pela compra desses ativos problemáticos; depois, pelo uso dos FSR para propósitos de estabilização contra a crise; e finalmente, por uma reavaliação das estratégias de investimento dos FSR.

A primeira fase da crise financeira, entre julho de 2007 a setembro de 2008, foi extremamente favorável ao desenvolvimento dos FSR. Não apenas porque o declínio nos preços das ações de empresas do setor financeiro facilitou a compra de várias participações, mas especialmente porque os FSR passaram a realizá-las em um momento em que o mercado recuou significativamente no provimento de liquidez para a recapitalização dos balanços das instituições financeiras mais fragilizadas e as respostas políticas dos Estados Unidos e da União Européia para a crise ainda não estavam amplamente definidas. Naquele momento, os FSR pareciam ser os únicos com capitais suficientes para realizar esses resgates. Logo, não apenas o volume dos FSR foi decisivo, mas principalmente, os seus próprios propósitos políticos foram cruciais. Sem estarem baseados em objetivos de estabilização e financiamento, os FSR não realizariam os investimentos de longo prazo necessários neste momento de baixa liquidez. As principais aquisições, o valor das transações e a porcentagem podem ser observados na Tabela 8 apresentada anteriormente.

Por conta desse contexto, os FSR foram inclusive exortados por economias desenvolvidas para não cortarem os fluxos de capital para seus países. Assim, aproximadamente US\$ 60 bilhões foram investidos por diversos FSR, que adquiriam participações acionárias em vários dos bancos e instituições financeiras fragilizados. A importância desse movimento está relacionada não apenas ao auxílio financeiro que os FSR proviram para a recapitalização dos bancos problemáticos, mas especialmente, à efetivação de um primeiro movimento de confiança nos próprios FSR por parte dos países receptores.

Tabela 8: Investimentos dos fundos soberanos de riqueza em empresas envolvidas na crise subprime

Empresa	Fundo Soberano de Riqueza	Valor da Transição	
		US\$ bi	%
Barclays PLC (Reino Unido)	Temasek Holdings	2,0	1,8
Barclays PLC (Reino Unido)	Qatar Investment Authority	2,8	-
Blackstone (Estados Unidos)	China Investment Company	3,0	10,0
Carlyle Group (Estados Unidos)	Abu Dhabi Investment Council	1,4	7,5
Citigroup (Reino Unido)	Abu Dhabi Investment Council	7,5	4,9
Citigroup (Reino Unido)	Government of Singapore Invest. Corp.	6,9	3,7/4,4*
Citigroup (Reino Unido)	Kuwait Investment Authority	3,0	1,6
Credit Suisse (Suíça)	Qatar Investment Authority	0,6	1,0
London Stock Exchange (Reino Unido)	Investment Corporation of Dubai	3,0	28,0
London Stock Exchange (Reino Unido)	Qatar Investment Authority	2,0	20,0
Merrill Lynch (Estados Unidos)	Kuwait Investment Authority	2,0/3,4	3,0/7,0*
Merrill Lynch (Estados Unidos)	Korean Investment Corp.	2,0	3,0/4,3*
Merrill Lynch (Estados Unidos)	Temasek Holdings	4,4/5,0*	9,4/11,3*
Merrill Lynch Financial Centre (Estados Unidos)	Government of Singapore Invest. Corp.	1,0	100
Morgan Stanley (Estados Unidos)	China Investment Company	5,0	9,9
Standard Chartered (Estados Unidos)	Investment Corporation of Dubai	1,0	2,7
Standard Chartered (Estados Unidos)	Temasek Holdings	2,0	5,4
UBS (Suíça)	Government of Singapore Invest. Corp.	9,8	8,6
Unicredit (Itália)	Libia Investment Authority	1,6	-

*Valores alternativos por BECK; FIDORA, 2009: 367.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de BUTT et.al., 2008:80; BECK; FIDORA, 2009: 36; MOSHIRIAN, 2008:16; SWF INSTITUTE, 2008.

Nota-se pela Tabela 8 apresentada na página anterior que dois territórios foram especialmente contemplados pelos investimentos dos FSR nesse momento de crise: os Estados Unidos e os países da Europa. Obviamente, são dois territórios inseridos internacionalmente por meio da ampla abertura de sua conta capital e que pelo menos nos últimos três anos têm recebido contribuições ainda pequenas, mas crescentes, dos FSR como meio para financiar seus déficits.

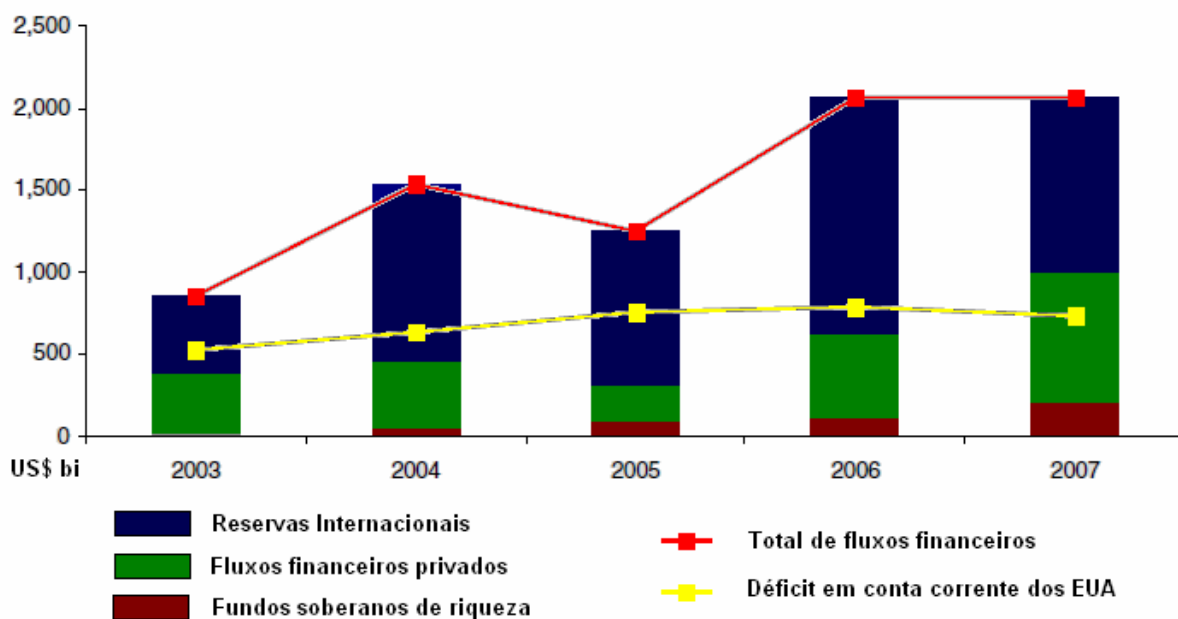
A análise do Gráfico 49 a seguir revela, por exemplo, a contribuição dos FSR no financiamento do déficit em conta corrente americano. Os autores Alberola e Serena (2008) estimam que 40% dos ativos dos FSR do mundo todo estejam investidos nos Estados Unidos, e que o desenrolar da crise financeira a partir de 2007 foi crucial para que houvesse um crescimento do montante investido de US\$ 320 bilhões em 2003 para US\$ 997 bilhões em 2007. Isso corresponde a uma mudança de 5% em 2003, para 13% em 2005, e para 28% no período mais intenso da crise financeira, isto é, em 2007-08 (ALBEROLA; SERENA, 2008:332).

O mesmo crescimento pode ser observado no caso da Europa, que apresentou um aumento significativo dos investimentos dos FSR especialmente em virtude da crise financeira. O continente recebeu aproximadamente US\$ 38 bilhões apenas em compra de participações relacionadas à crise, de um total de US\$ 48,6 bilhões que os FSR investiram nessa região em 2008 (MIRACKY; BORTOLOTTI (orgs.), 2009: 14). Especialmente para a Europa, esses investimentos dos FSR foram fundamentais no momento de constrição de créditos já que auxiliou evitar um enfraquecimento mais drástico do euro, com a ampliação dos ativos nessa moeda denominados. Aliás, uma preocupação da Europa em atrair os FSR como uma forma de estabilizar o euro está presente não apenas nos momentos de crise: *“we should be much more worried if these investors were not interested in Europe. If they did not rate the euro as a safe reserve currency. If they did not want to invest in euro-denominated assets. Our response should emphasise the positive rather than the paranoid”* (MANDELSON, 2008:2, grifo meu).

Entretanto, nem os próprios FSR estavam imunes à crise. Em setembro de 2008, a falência do banco americano *Lehman Brothers* inaugurou a segunda fase da crise financeira, marcada por significativas perdas do valor de seus portfólios. Mesmo com os ganhos expressivos oriundos das participações acionárias adquiridas no momento da crise, estima-se que os FSR tenham perdido aproximadamente 50% do valor de seus ativos investidos no mercado global de *equities*; isso remeteria a uma redução de aproximadamente 30% do volume total dos FSR (SETZER; ZIEMBA, 2009), reforçado por um cenário de baixo crescimento da própria capacidade de

financiamento dos FSR em virtude da queda relativa dos preços do petróleo e também das exportações asiáticas.

Gráfico 49: Financiamento da dívida americana e fluxos financeiros internacionais



Fonte: ALBEROLA; SERENA, 2008: 331.

Esse cenário, que se estendeu pelo ano de 2009, exigiu que os FSR tomassem medidas defensivas de proteção dos seus portfólios, iniciando assim uma terceira fase da crise. De maneira massiva, pela primeira vez os FSR ativaram, em maior ou menor proporção, seus mecanismos de estabilização e financiamento das economias nacionais para equilibrar o orçamento público e capitalizar os bancos e os mercados financeiros locais (ROZANOV, 2009: 9). Esse movimento é considerado inédito uma vez que há uma diferença notável no propósito de estabilização dos fundos. Se anteriormente o objetivo era o de se proteger contra a volatilidade do preço das *commodities* e as pressões para a valorização cambial, entre o final de 2008 e o ano de 2009 eles foram utilizados para combater a crise financeira de forma mais ampla. Esse foi o caso dos FSR da China, do Catar, do Cazaquistão, da Coreia do Sul, dos Emirados Árabes Unidos, da França, da Irlanda, do Kuwait e da Rússia (BEHRENDT, 2009: 7-8). Dentre esses, os casos mais relevantes foram o do fundo KIA, do Kuwait, e do fundo QIA, do Catar, que realizam aportes

financeiros na Bolsa de Valores do Kuwait⁵¹; e o da Rússia, que comprometeu seu fundo *Oil and Gas Fund* a financiar o orçamento federal até meados de 2010 (RAYMOND, 2009: 90).

O modo como a segunda fase da crise afetou negativamente os FSR levou a maioria dos países a reavaliarem suas estratégias de alocação de portfólio, configurando-se assim uma terceira fase: a crise conteve os planos dos fundos de entrar em mercados mais arriscados, atrelados a uma realocação dos seus portfólio para investimentos alternativos; e fez com que fossem preferidos investimentos estrangeiros menos arriscados e de longo prazo. As estratégias de diversificação e gestão do risco passaram também a ser repensadas, de modo que a atuação dos FSR na crise financeira de 2007-2008 impôs sobre eles duas pressões. A primeira está relacionada às novas responsabilidades de caráter interno cobradas dos FSR. Os fundos terão de repensar seu propósito de estabilização já que a responsabilidade de realizar investimentos internos que funcionem como proteção contra crises financeiras globais não estava atrelada diretamente aos propósitos mais amplos dos FSR até então. E depois, há uma pressão de caráter internacional. Os próprios FSR passaram a ser vistos como instrumentos importantes para promover uma maior estabilidade financeira em momentos de crise: *“their relative importance in global financial markets – both in size and qualitatively – has, if anything, increased as the global financial system has shrunk dramatically”* (BECK; FIDORA, 2009: 560).

Embora possa ser discutível qual tenha sido a real importância econômica e financeira dos FSR em realizar um movimento anticíclico nessa crise (BECK; FIDORA, 2009: 360-64), pode-se afirmar certamente que essa atuação dos FSR alterou substancialmente os termos do debate regulatório dos FSR, que passou das questões de ameaça à segurança nacional para o papel de estabilidade financeira dos fundos. Logo, é fundamental analisar a alteração na percepção dos países receptores acerca dos FSR a partir da crise financeira de 2007-2008, que certamente trouxe impactos importantes para o debate regulatório, impactos esses que serão tratados a seguir.

⁵¹ Esse largo uso dos FSR como estabilização de crises financeiras globais não tinha sido observada até então. Antes dessa crise, apenas haviam ocorrido intervenções pontuais, como a realizada pelo próprio fundo KIA, que em 2006 capitalizou as bolsas de valores do Kuwait em virtude de uma crise regional atrelada a um processo de euforia especulativa (RAYMOND, 2009: 90).

O processo de barganha dos investimentos dos FSR na crise financeira e as consequências para a regulação internacional

Dada a atuação dos FSR na crise financeira de 2007-2008, deve-se, por fim, analisar como cada uma de suas três fases resultou em um processo de barganha que afetou crucialmente o quadro regulatório dos FSR em âmbito internacional. Em primeiro lugar, como já foi destacado, a crise alterou a percepção dos países receptores, e também das instituições internacionais, sobre o papel internacional dos FSR. Enquanto a partir de 2006 eles eram vistos como “invasores, caçadores indesejados” (e antes disso, eram apenas “sobras desconhecidas”), a crise financeira de 2007-2008 transformou os FSR em “salvadores inesperados” (NUGÉE, 2009: 2-3).

Foi justamente a função de “salvadores inesperados” que resultou no reconhecimento dos efeitos positivos dos FSR e amenizou as críticas aos possíveis propósitos estratégicos, a favor de uma discussão que impactou diretamente o processo regulatório dos FSR. Isso porque os países receptores passaram a indicar a necessidade de moldar mais adequadamente o papel estabilizador desses fundos nos momentos de restrição da liquidez internacional: *“the concerns about excessive investment of sovereign wealth funds in advanced economies that seemed to be widespread prior to the crisis, while not have disappeared, are now being voiced less frequently”* (BECK; FIDORA, 2009: 365). Logo, por parte dos países receptores, a primeira fase da crise financeira permitiu vislumbrar a plausibilidade dos FSR em se tornarem reguladores indiretos dos mercados financeiros na medida em que seus investimentos poderiam ser considerados como referência para os demais mercados (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2007; ROZANOV, 2009: 10).

Ao mesmo tempo, a segunda fase da crise apontou que talvez os FSR não estejam tão propensos a realizar esses investimentos anticíclicos. As intensas perdas no valor de seus portfólios podem fazer com que, no momento de reavaliação de suas estratégias de investimento, os FSR passem a preferir posturas mais defensivas, realizando uma diversificação não apenas na composição do seu portfólio, mas especialmente na localização geográfica dos investimentos. Com o objetivo de defender o valor de seus portfólios, essa tendência de diversificação, em última instância, poderia afastar os FSR dos mercados americanos e europeus, que seriam entendidos como mercados inseguros.

É possível destacar vários elementos ainda tímidos, mas claros, dessa tentativa de diversificação. Por exemplo, os países exportadores de petróleo, que desde a década de 1970

reciclam seus petrodólares via compra de títulos de curto prazo do tesouro americano, estão operando paulatinamente, desde os anos 2000, uma clara diversificação de suas cestas monetárias, o que significa um desatrelamento ao dólar. O Kuwait abandonou o vínculo de sua moeda com o dólar em 2007; os Emirados Árabes Unidos já pensam também em abandonar a âncora monetária; e a Arábia Saudita que, embora oficialmente declare sua fidelidade ao dólar, também vem diversificando a denominação de suas reservas (MORRIS, 2009: 144).

Outro movimento de diversificação é o da regionalização dos investimentos. Tanto os FSR do Oriente Médio quanto da Ásia passaram a voltar seus investimentos para o âmbito regional, quando não local, realizando, pois, uma redução na alocação dos seus portfólios em dólar e euro e ampliando a denominação dos ativos em moedas locais (BREMNER, 2009 a).

Finalmente, um exemplo mais agudo dessa diversificação foi a declaração da China e da Rússia em 2009, que consideravam preocupante a alta exposição dos seus FSR ao dólar (EVANS-PRITCHARD, 2009). Esses países, juntamente com o Brasil, chegaram a cogitar a ampliação dos Direitos Especiais de Saque (DES) do FMI⁵² como uma opção ao dólar e até mesmo ao euro, propondo torná-los a principal unidade de conta e reserva de valor dos FSR, diversificando assim o risco monetário. Embora se tratem de propostas de diversificação incipientes e com poucas possibilidades de serem executadas, esses exemplos demonstram que, em virtude dos impactos negativos da crise, talvez os FSR não estejam tão dispostos a se tornarem os estabilizadores das crises financeiras internacionais⁵³.

⁵² Os DES são instrumentos alternativos de denominação das reservas internacionais criados pelo FMI em 1969 com o objetivo de conter as instabilidades do dólar em *Bretton Woods*. Atualmente, o valor dos DES é baseado por uma cesta monetária composta por quatro moedas principais: o dólar, o euro, o iene japonês e a libra-esternila. Os DES são entendidos como reinvidicações potenciais para suplementar as reservas oficiais dos países e podem ser trocadas por outras moedas internacionais. Essas trocas podem ser realizadas ou por meio do intercâmbio entre países membros do FMI, ou então pela própria designação do FMI para que membros com forte posição externa possam comprar os DES dos membros com posições fragilizadas. Assim, os DES funcionam não apenas como uma reserva suplementar, mas também como unidade de conta do FMI e de outras organizações internacionais. Cf. IMF GLOSSARY OF SELECTED FINANCIAL TERMSTERMS AND DEFINITIONS, 2010 e IMF FACTSHEET, 2010 para a composição técnica dos DES e EICHENGREEN, 1996: 117-120 para uma análise do contexto histórico que levou ao seu surgimento.

⁵³ Em março de 2010 um incidente especial marcou essa postura de recusa dos países detentores dos FSR. Os países europeus haviam pedido para que os FSR pudessem socorrer a Grécia no momento da grave crise fiscal, monetária e financeira deste país. Mas de acordo com notícia divulgada pelo *SWF Institute*, “*China's sovereign wealth fund said responsibility for any potential bailout of Greece should fall primarily on the European Union, marking the first official comments by the fund since reports in January that it was considering the purchase of Greek debt. China Investment Corp. Executive Vice President Jesse Wang said helping Greece wasn't within its main mission of chasing up sound financial returns, according to a report Friday by The Wall Street Journal. 'Aiding Greece looks like a policy goal', Wang was cited as saying in the report. 'If the E.U. is unwilling to help, how can you expect others to act as a white knight and save Greece?'*” (SOVEREIGN WEALTH NEWSLETTER, 2010, grifos meus).

É nesse aspecto que os interesses antagônicos dos países investidores e receptores são repostos em novas bases a partir da crise financeira de 2007-2008: enquanto os países receptores antes apresentavam uma postura de grande hostilidade aos FSR, depois da crise passam a estimular a maior entrada de seus investimentos; já os países investidores, se antes apresentavam uma massiva orientação geográfica para a alocação de seus investimentos voltada para a Europa e Estados Unidos, no momento da crise passam a repensar sua posição global e a articular uma posição mais local e regional. Nota-se também como essas inversões alteram o debate regulatório sobre os FSR uma vez que, enquanto no final de 2008 finalmente os primeiros quadros de regulação lançados pelo FMI e pela OCDE estavam centrados no problema da transparência, no bojo da crise financeira de 2007-2008 a relação entre os países investidores e receptores estava baseada em um nítido processo de barganha acerca do possível papel estabilizador que os FSR poderiam desempenhar nas crises financeiras internacionais, o que introduz novas janelas de discussão para sua regulação internacional.

Para garantir esse papel de “estabilizadores” dos mercados financeiros, mas sem retirar dos países receptores certos poderes de controle dos investimentos FSR, o resultado desse processo de barganha foi nitidamente o de uma “regulação minimalista”, isto é, ao mesmo tempo em que tenta constranger possíveis investimentos críticos dos FSR, busca não controlar o quadro mais amplo dos seus investimentos. Em outras palavras, a regulação mínima implica especialmente que a postura dos países receptores seja de relativa aceitação das características mais amplas dos FSR:

“They can enter agreements with SWFs (and other economic-political bodies in authoritarian states) with their eyes open – aware of the arbitrary administrative practices, occult financial sources and political interests involved. Such an approach is possible, many have followed it over the years. They can also choose to leave the sovereign wealth funds to invest elsewhere; and to wait for the time – on present showing a pretty long way away – when both the SWFs and the wider political-financial systems of these countries meet better western criteria” (HALLIDAY, 2008).

Dentre essas duas opções, ou seja, recusar os investimentos dos FSR e esperar que eles sejam mais transparentes, ou então entrar em acordo com os fundos e seus governos, a atuação dos FSR nesse momento de crise financeira parece que tornou a última opção preferível. Em

suma, nota-se como a regulação internacional dos FSR está envolvida nas próprias contradições do processo de barganha entre os países investidores e receptores. Ambas as partes possuem posturas ambíguas diante do papel dos FSR, e a crise financeira reforçou tal ambiguidade. Em virtude disso, torna-se mais claro porque o quadro regulatório dos FSR é minimalista, mas por conta disso, embora consiga evitar uma guinada protecionista e manter a liberdade dos fluxos de capital, não é capaz de fato de regular os investimentos dos FSR no sentido de efetivamente direcioná-los para um papel de estabilização das crises financeiras. Nesse aspecto, os problemas do processo de regulação dos FSR são compatíveis com os problemas mais amplos enfrentados na regulação global dos movimentos de capitais, e é esse último aspecto que a conclusão desse capítulo tratará.

Conclusão: O dilema da regulação dos FSR como um problema da regulação dos fluxos de capitais na globalização financeira

Antes das crises financeiras da década de 1990, havia uma ingênua crença de que o sistema de Estados era capaz de supervisionar, controlar e regular as instituições financeiras que criam instrumentos de crédito, desde títulos do governo até papéis derivativos. Essa supervisão deveria ser feita em dois níveis: enquanto os sistemas regulatórios das economias nacionais abarcavam apenas a sua jurisdição soberana, instituições como o FMI e o BIS (*Bank for International Settlements*) tentavam atuar em âmbito multilateral. Entretanto, esse sistema de governança se mostrou ineficiente em reconstruir a confiança e a estabilidade em cada uma das crises financeiras internacionais, cuja principal característica foi um influxo intenso de capital volátil investido em empréstimos especulativos e investimentos imobiliários improdutivos (STRANGE, 1999: 348-9).

Cada crise financeira ressaltou, em um primeiro aspecto, a ineficiência desse processo regulatório; e depois, questionou a real capacidade de estabilização realizada pelo livre mercado. Essas constatações, por fim, exigem dos Estados uma reformulação de suas abordagens em relação à continuidade da liberalização dos fluxos de capitais que estimulam a globalização financeira. Desde a década de 1990, essa reformulação tem apontado para a garantia dessa globalização, a partir das medidas de contenção das crises e recomposição do poder dos mercados. Percebe-se a centralidade do controle e coordenação estatais nessas medidas, mas sua

particularidade é a de não envolver intervenções diretas dos governos que passem pelo controle de capitais e por regulações discriminatórias. Pelo contrário, como os próprios Estados estão expostos à globalização financeira, eles buscam controlar as crises por mecanismos que compactuem com os elementos dessa estrutura (DOMBROSKI, 1998: 14).

Esses novos mecanismos de regulação envolvem “coordenações sutis”, que resultam na própria ampliação do papel estatal como agente financeiro, injetando liquidez por meio dos ativos financeiros soberanos, como por exemplo, pelo uso das reservas internacionais e até mesmo pelos próprios FSR, como foi possível verificar. As medidas de recuperação a partir da crise de 2007-2008 evidenciaram claramente esse processo de “coordenação sutil”, a partir de um pacto do Estado em prol da defesa das instituições financeiras ao refinar as posições dessas instituições. Com acesso à liquidez garantida pelos Estados, seja sob a instituição do Banco Central ou até mesmo por meio dos FSR, empresas e bancos poderiam rapidamente recompor suas posições devedoras. Esse pacto em prol das instituições financeiras significou, especialmente, que a mesma recuperação não fosse garantida para as famílias altamente endividadas (BELLUZZO, 2009 a: 15).

Por sua vez, os custos desse processo de “coordenação sutil” – em substituição à regulação dos movimentos de capitais e a uma reforma real do sistema financeiro – se expressam simultaneamente de forma econômica e política. Custos econômicos porque os Estados gastam somas consideráveis de dinheiro, muitas vezes comprometendo gravemente seus orçamentos ou obtendo até mesmo perdas patrimoniais (como no caso dos FSR), para recapitalizar instituições financeiras privadas que entraram em falência muitas vezes devido à suas descontroladas exposições aos riscos. Já os custos políticos envolvem a própria inadequação dos Estados em dar termo ao potencial de crise oriundo da globalização financeira. Não apenas os Estados nacionais, mas também as instituições internacionais, estão despreparados para regular as crises financeiras intrínsecas à globalização, uma vez que não podem interferir na autoridade dos mercados. No fim, são os apostadores financeiros eles mesmos os responsáveis por manter as regras do jogo, o que se configura como uma estratégia de grande instabilidade já que eles possuem a autoridade para tomar progressivamente maiores riscos, frente à garantia de que haverá o socorro estatal nas crises.

Nesse sentido, as estruturas nacionais são constantemente solapadas pelas inovações financeiras e pela mobilidade do capital entre as fronteiras nacionais, enquanto as instituições

internacionais não possuem a autoridade para regular esses fluxos, se convertendo apenas em grandes provedoras de estatísticas e de “melhores práticas”. Em suma, esses resultados são evidentes nas limitações dos processos de regulação dos FSR, que não penderão para uma guinada protecionista enquanto houver avanço do processo de globalização financeira. Em contrapartida, isso indica também que esse processo não conseguirá avançar para além de um processo de “regulação mínima”. Qualquer controle mais amplo dos FSR poderia levar a uma diversificação indesejada pelos países receptores que, apesar de serem países com amplos poderes de barganha política, carecem relativamente dos investimentos desses fundos.

CONCLUSÃO

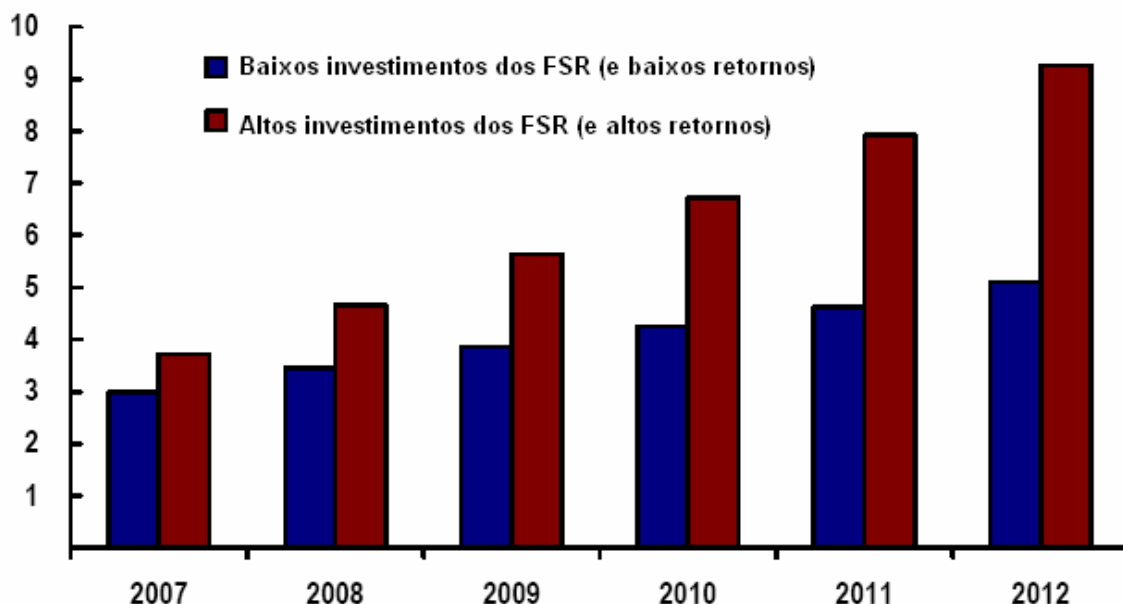
OS FSR E A NECESSIDADE DE SE REPENSAR O PAPEL DO ESTADO NO PROCESSO DE GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

As projeções para o crescimento dos FSR são extremamente positivas: elas indicam que o volume dos fundos apresentará um crescimento de US\$ 3 trilhões para US\$ 5 trilhões dentro de cinco anos, e de US\$ 10 trilhões nos próximos dez anos (KERN, 2007:1; 7; PORTMAN, 2008: 26). Esse crescimento é previsto mesmo em um cenário pouco expressivo, em virtude das perdas significativas que os portfólios dos FSR sofreram em virtude dos impactos negativos da crise financeira de 2007-2008. Os fatores considerados nessa projeção englobam: o movimento dos preços do petróleo e das *commodities*; o aumento dos superávits comerciais; o aumento das reservas internacionais; o desempenho dos investimentos e a taxa de retorno dos fundos, o que é definido pela situação macroeconômica e financeira interna e internacional; estratégia dos Estados em financiar os fundos; e o surgimento de novos FSR.

Os elementos que baseiam as projeções para o crescimento dos FSR podem se desdobrar em dois cenários: um de baixos investimentos dos FSR, e portanto, de baixos retornos; e outro de altos investimentos dos FSR, e portanto, de altos retornos. O primeiro cenário é baseado na continuidade da crise financeira americana e europeia, afetando a demanda por petróleo e por exportações. Nessas condições, os FSR cresceriam aproximadamente mais US\$ 2 trilhões até 2012, com uma taxa de crescimento de 11%, aproximadamente. Já o segundo cenário, menos provável, está baseado no aumento dos preços do petróleo, que é a fonte da maioria dos FSR. Tal aumento seria puxado especialmente em função da demanda já estabelecida dos mercados

desenvolvidos e pelo aumento da demanda de mercados emergentes. Isso faria com que os FSR triplicassem seu volume, de US\$ 3 trilhões para US\$ 9 trilhões até 2012, com uma taxa de crescimento dos ativos de 20% (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:11). Essas projeções podem ser observadas no Gráfico 50 a seguir. Assim, é muito provável que mesmo um cenário de crise não exclua a manutenção e o crescimento dos FSR, já que estes, além de poder contar com o re-investimento de suas receitas, podem crescer com a valorização dos ativos financeiros comprados no período da crise financeira, com a demanda asiática e com o aprofundamento de seus mercados financeiros, que nesse grau de pouco desenvolvimento, poderá garantir rápidos retornos de capital (LYONS, 2007 b:8).

Gráfico 50: Projeções do crescimento dos FSR (em US\$ tri)



Fonte: ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:12.

Dada a continuidade dos investimentos dos FSR por pelo menos mais uma década, é crucial que haja uma compreensão mais fina das características desses fundos e principalmente, das transformações que certamente ocorrerão em suas estruturas, propósitos, políticas e estratégias. Isso porque a partir de 2009 os FSR entraram em uma nova fase. Primeiramente,

porque as condições favoráveis ao crescimento econômico dos países detentores começam a se reverter e é provável que se inicie uma nova fase em que efetivamente a riqueza gerada por esses fundos seja utilizada para atender especialmente seus propósitos de estabilização, financiamento e poupança. Com isso, serão previstas também novas mudanças nos mecanismos de controle dos Estados sobre esses fundos, uma vez que, após a crise financeira de 2007-2008, praticamente todos os FSR passaram a repensar suas estratégias, particularmente no que refere aos seus gerenciamentos de risco, o que provavelmente implicará em uma significativa reestruturação da atuação operacional dos fundos nos próximos anos.

Essas mudanças específicas, por sua vez, devem ser analisadas em um contexto mais amplo, relacionado à própria inserção do Estado na nova configuração da economia política internacional, que é o de globalização. E essa foi a orientação analítica dessa dissertação, ou seja, desenvolver uma análise mais geral dos FSR em dois sentidos: em primeiro lugar, compreendê-los no que se refere ao contexto da economia política internacional contemporânea; e em segundo lugar, analisá-los a partir do problema do Estado, ressaltando assim como os FSR expressam contradições e dilemas próprios da alteração das prerrogativas estatais em um contexto de globalização financeira, uma vez que, fora desse contexto, certamente os FSR não conseguiriam realizar seus investimentos com a característica de aplicações de portfólio em âmbito global.

O primeiro capítulo buscou compreender as pré-condições para o surgimento dos FSR, atreladas ao acúmulo de superávits fiscais, comerciais e de reservas internacionais a partir de 2000, particularmente dos países em desenvolvimento. Para tanto, foi necessário compreender como esse quadro é resultado especialmente do processo de globalização produtiva, que remete a uma clara mudança na estrutura da divisão internacional do trabalho. Enquanto os países centrais deixam de ser potências industriais e transformam seus espaços nacionais predominantemente em esferas financeiras de valorização, com suas moedas fortes o suficiente para que as riquezas internacionais sejam nelas denominadas, os países em desenvolvimento passaram por um processo de acumulação de reservas devido à melhoria de sua inserção via conta corrente, que em um período de estabilização financeira, permitiu a atuação direta desses Estados no sistema financeiro internacional sob o instrumento dos FSR.

Para compreender o caráter estrutural da globalização produtiva, foi necessário criticar tanto os argumentos neomercantilistas quanto os argumentos sobre um Segundo *Bretton Woods*. Para a primeira interpretação, provou-se que a força exportadora dos países em desenvolvimento

não é resultado meramente de práticas desleais de comércio, como demonstra também o argumento do Segundo *Bretton Woods*. Por sua vez, embora essa hipótese compartilhe da idéia de mudança estrutural, a ênfase dada ao controle que os Estados Unidos teriam sobre esse processo é exagerada. Em última instância, ambas as interpretações não destacam o elemento principal desse novo contexto, que é a organização de um novo tipo de hierarquia internacional, a partir da transnacionalização industrial do espaço asiático, da transnacionalização do petróleo do espaço do Oriente Médio, e da transnacionalização financeira do espaço americano. Essa nova hierarquia não é apenas econômica, mas política, na medida em que ela também rearranja a posição da rivalidade interestatal. Os Estados Unidos ainda apresentam um papel central para a manutenção desse sistema, entretanto, enquanto em *Bretton Woods* essas relações de interdependência entre os Estados Unidos e os demais países eram particularmente baseadas em parceiros estratégicos cooperativos – como era o caso da Europa e do Japão, a ironia do período atual é que o financiamento dos déficits americanos está atrelado a parceiros como os países do Oriente Médio e do Leste Asiático, que certamente podem ser considerados como parceiros estratégicos rivais.

Essa rivalidade interestatal, por sua vez, é operada em âmbito completamente distinto ao do período de *Bretton Woods* e da Guerra Fria. E como destacado no capítulo 2, esse é um dos aspectos mais frisados pelo desenvolvimento dos FSR. Uma das maiores preocupações suscitadas remete à possibilidade desses parceiros estratégicos rivais em controlar setores cruciais dos países receptores por meio principalmente dos investimentos em *equity*, ou seja, de aquisições de participações acionárias em empresas de capital aberto. Os receptores – particularmente Estados Unidos e Europa – chegaram a inclusive revisar suas leis de controle de fluxos de capitais, movimento esse bastante expressivo uma vez que implicava em reações protecionistas oriundas daqueles países que mais promoveram a liberalização global dos fluxos de capitais.

O debate suscitado mediante essas ações foi intenso, e para além dos superávits que financiam o desenvolvimento dos FSR, não apenas os estudiosos do tema, mas principalmente os países receptores, passaram a questionar quais eram os reais propósitos dos países em desenvolvimento em criar essas estruturas de investimento financeiro estatal em âmbito global. A interpretação mais proeminente foi a de que os FSR eram um dos instrumentos de uma nova tendência internacional, a de um capitalismo de Estado, orquestrado por esses países rivais como uma forma de reverter o modelo político e econômico sob os moldes liberais. Indicou-se uma

crítica à perspectiva dualista – expressa na oposição entre Estados e mercados; e entre poder político e poder econômico – inscrita nessa interpretação. Se entendermos que o modelo liberal de mercado significa “menos Estado na economia”, em um sentido quantitativo, então de fato os FSR significariam um capitalismo de Estado. Entretanto, sugeriu-se que a análise mais adequada deveria se debruçar não sobre a quantidade da intervenção estatal na economia, mas sim na qualidade dessa intervenção. Em outras palavras, era crucial investigar até em que medida a atuação estatal por meio dos FSR colaborava ou não com a ampliação da globalização financeira.

Para tanto, foi necessário retomar o real papel do Estado no processo de globalização financeira. Em primeiro lugar, frisou-se que o Estado teve papel central em operar as reformas que levaram à liberalização e à descompartimentação dos mercados financeiros; depois, o Estado garante a ausência de imposição de controles aos fluxos de capitais; e finalmente, ele é o garantidor em última instância dessa configuração, uma vez que, nos momentos de crise, é a estrutura estatal a responsável por recompor as condições econômicas e políticas para a continuidade da globalização financeira. Nota-se, portanto, que a autoridade estatal não diminuiu em termos quantitativos, mas, de fato, ela foi completamente modificada. O Estado perdeu sua autoridade anterior no que tange aos instrumentos keynesianos de política econômica, mas ao mesmo tempo gerou novos modos de atuação e ampliação do seu poder no âmbito da nova estrutura financeirizada (HALLIDAY, 1994:76).

Os FSR certamente podem ser entendidos como um desses novos modos de atuação; e foram criados, especificamente, como uma medida precatória contra as instabilidades oriundas desse novo contexto de globalização financeira. Embora os Estados ainda sejam estruturas fundamentais para a garantia dessa configuração da economia política internacional, eles se tornaram muito mais vulneráveis à autoridade dos mercados. Isso significa que as estruturas nacionais são constantemente solapadas pelas inovações financeiras e pela mobilidade do capital entre as fronteiras nacionais. Ao mesmo tempo, os Estados não podem mais se proteger dessas instabilidades com seus mecanismos tradicionais, que eram basicamente o controle dos fluxos de capitais e a regulação assertiva das inovações financeiras. Assim, os FSR surgem como instrumentos de proteção às instabilidades – e mais adequados do que o acúmulo de reservas internacionais, pois são mais capazes de poupar e acumular riquezas para financiar futuras crises econômicas – sem que os Estados precisem adotar políticas que eventualmente possam reverter a globalização financeira:

“Hence, the global crisis has reinforced the perception in many emerging market economies that the accumulation of savings in international financial markets provides a useful insurance against major external shocks, while traditional holdings of foreign exchange reserves have reached adequate levels. As a consequence, it seems likely that a large share of future external surpluses will be diverted into sovereign wealth funds rather than official foreign exchange reserves” (BECK; FIDORA, 2009: 359, grifo meu).

Esse pacto dos Estados diante essa configuração global reflete nas limitações do processo regulatório não apenas dos FSR, mas dos fluxos de capital em geral, e ficam mais evidentes nos momentos de crises financeiras, como a descrita no capítulo 3. Isso implica em uma impossibilidade sistêmica do controle mais efetivo dos fluxos de capitais para evitar crises financeiras de proporções tão acentuadas, a não ser que haja uma reavaliação do grau de liberalização e da autoridade dos mercados globais em tomar riscos. Entretanto, as ações estatais frente às últimas crises têm sido a de recompor a capitalização das instituições financeiras, permitindo que elas continuem a tomar novas posições de risco. As dificuldades em se controlar os fluxos de capitais em geral são as mesmas relacionadas ao controle dos investimentos dos FSR, uma vez que as operações desses fundos são realizadas no interior das condições de autonomia garantidas aos investidores institucionais. Nesse sentido, não é surpreendente que as tentativas internacionais de regulação própria dos FSR resultassem em proposições bastante genéricas, técnicas e com pouca eficácia, pois, qualquer medida drástica de restrição dos fluxos dos FSR implicaria também em um retrocesso da própria liberalização financeira.

Há outro fator relevante para explicar as limitações dos quadros regulatórios específicos para os FSR, a saber, a relativa dependência dos países receptores dos fluxos de capital oriundos dos países em desenvolvimento. Para esses países, as decisões de investimento dos países superavitários afetam a estabilidade de seus balanços de pagamentos, o financiamento de seus déficits, o fortalecimento de suas moedas por meio da compra dos seus títulos públicos, bem como são estrategicamente importantes em períodos de desvalorização coletiva de ativos, evitando um comportamento mais acentuado de uma espiral deflacionária, como ficou evidente na atuação dos FSR na crise *subprime*. Mesmo que alguns autores apontem que, para os países em desenvolvimento, não há outra possibilidade de alocar seus superávits a não ser nos mercados

dos países desenvolvidos, é relevante destacar que os primeiros vêm tentando articular certa diversificação, especialmente do dólar. Essa diversificação afeta também os FSR, que já estão rearticulando suas estratégias vislumbrando um cenário em que os países centrais possam fechar mais estritamente seu espaço de valorização, e por isso, eles estão articulando, em maior ou menos grau, zonas de investimentos regionais. Nesse sentido, não se pode deixar de ressaltar que, embora os países superavitários tenham ainda pouca margem de manobra para realizar uma completa diversificação, esses instrumentos já estão sendo considerados como possíveis políticas, ressaltando que os países receptores também possuem certa dependência dos investimentos dos países superavitários uma vez que se inserem por meio da conta capital.

A partir dessas considerações, é possível responder a pergunta que conduziu essa dissertação: as relações entre Estados e mercados financeiros que se desdobram das operações dos FSR são convergentes ou não com a globalização financeira? Em outras palavras, os FSR são instrumentos de avanço ou retrocesso da globalização financeira?

Há tentativas de sistematizar o conjunto de interpretações sobre o papel do Estado nesse processo. Dombrowski (1998), no artigo “*Haute Finance and High Theory: recent scholarship on global financial relations*”, afirma que há três pontos de convergência na literatura sobre os efeitos do sistema financeiro internacional na economia política internacional global. O primeiro consenso seria em relação às assimetrias da expansão da globalização financeira, uma vez que há ainda muitos mercados com grandes diferenciais de preços. Isso significaria que a mobilidade de capital ainda ocorre em espaços políticos fragmentados. O segundo consenso seria em relação à convergência e à harmonização das políticas econômicas nacionais, que apresentam grandes limitações apesar do processo de liberalização e desregulamentação. E em terceiro lugar, haveria consenso de que as causas e as soluções das crises financeiras estão inscritas nas relações entre Estados e mercados financeiros (DOMBROWSKI, 1998:24).

Talvez essas três constatações sejam verdadeiras, ou seja, os espaços políticos são fragmentados, o que implica em diferentes controles nacionais dos fluxos financeiros, e que a crise retoma a relação entre Estados e mercados. Entretanto, isso não significa que essas afirmações sejam consensuais. Pelo contrário, ainda há muitas divergências sobre quais seriam as causas dessas características, e principalmente, sobre como lidar com elas. Por exemplo, a leitura liberal, que também está presente nos discursos das instituições internacionais e dos países desenvolvidos, afirma que a causa das crises financeiras se devem a um mau gerenciamento

nacional das finanças internacionais, e não a um componente estrutural; outros apontam fatores externos, como bolhas especulativas e capitais de curto prazo como as causas da crise. Há também discordância sobre como as crises devem ser gerenciadas de modo a evitar o efeito contágio; e por fim, enquanto o FMI e economistas liberais afirmam que a liberalização dos mercados torna as economias nacionais mais eficientes, os países em desenvolvimento apontam para a particularidade e a exceção das trajetórias asiática e do Oriente Médio em articulação com a dinâmica dos países centrais.

Assim, para responder a questão proposta acerca do papel dos FSR, e consequentemente, dos Estados, no processo de globalização financeira, em primeiro lugar foi adotada uma perspectiva de superação da polarização do debate sobre o problema do papel do Estado no aprofundamento da liberalização do sistema financeiro internacional. Uma parte da literatura aponta que o poder dos Estados foi completamente minado pelas forças do mercado; outra afirma que a erosão do poder estatal é uma leitura exagerada das mudanças trazidas pela globalização, que é resultado da própria vontade estatal, que teria o poder de revertê-la quando achasse necessário. Por sua vez, é necessário superar essa polarização a partir da seguinte perspectiva:

“The clear conclusion to be drawn ... is that globalization is real. It can be exaggerated, but change there undoubtedly has been. State power, on the other hand, still exists and can be - and has been - used to limit the local consequences of globalization. The erosion of national controls over banks and non-banks, however, shows that this state power is increasingly shared with markets, enterprises and non-state authorities” (STRANGE, 1998 b: 21, grifo meu).

Os Estados, de fato, não controlam plenamente o processo de desenvolvimento das finanças internacionais. Nessa nova estrutura, o Estado simplesmente não pode estabelecer uma estrutura regulatória, de modo que está amarrado à sua função de prestador de última instância com o objetivo de evitar o efeito moral no mercado (STRANGE, 1998 b: 12). Mas simultaneamente, o Estado não é apenas o garantidor das estruturas, como foi mencionado anteriormente, mas se tornou também um próprio *player* desse sistema financeiro, se articulando praticamente como um investidor institucional, e é nesse sentido que os FSR expressam um relativo poder estatal de atuação nos mercados financeiros. Isso significa que os FSR contribuem, em certa medida, para a ampliação da globalização financeira, já que seus propósitos e suas

estruturas operacionais estão embasados nesta dinâmica. Por fim, esses desdobramentos também alteram a rivalidade interestatal, pois os Estados passam a competir também no âmbito da globalização financeira, resultando em uma nova configuração na relação entre as autoridades dos Estados e as autoridades dos mercados.

Antes de apresentar o argumento final dessa conclusão, é importante ressaltar que cada crise financeira, ao menos momentaneamente, questiona a autoridade dos mercados em tomar posições de riscos cada vez maiores. O que aponta para a necessidade urgente de se repensar a autoridade do Estado na globalização financeira na medida em que cada crise exige uma intensa e progressiva intervenção estatal. A crise financeira de 2007-2008, por exemplo, trouxe a intervenção não apenas dos Bancos Centrais dos países nos quais a crise se desenrolou mais amplamente, mas na intervenção de praticamente todos os Estados envolvidos com a garantia da continuidade da globalização financeira, e a própria atuação dos FSR reforça esse aspecto. Entretanto, os custos não apenas financeiros, mas especialmente políticos e ideológicos em sustentar esse pacto com os mercados financeiros, ressaltam crucialmente suas fragilidades. De tal forma que talvez se possa esperar, para a década seguinte, uma retomada crítica das análises sobre o papel do Estado na globalização financeira: “(...) A amplitude do crash financeiro atual sugere que chegamos ao ponto em que o dogmatismo de mercado é que se tornou o problema, e não a solução. E depois de um quarto de século, é hora de o pêndulo oscilar na outra direção” (MORRIS, 2009:224, grifo meu).

Os FSR ressaltam, simultaneamente, a abrangência e dominância da estrutura financeira e a recharacterização do Estado a partir da financeirização de seus mecanismos econômicos e geopolíticos. Os FSR em si não restringem o aprofundamento da globalização financeira, pelo contrário, são a prova do intenso aprofundamento desse processo. Sem a globalização financeira, as próprias operações dos FSR não seriam possíveis, uma vez que o dinheiro dos Estados flui de uma territorialidade para outra, explorando as vantagens de investimento e os novos instrumentos financeiros disponíveis globalmente, a partir de um gerenciamento pautado na lógica dos mercados.

Quanto aos critérios políticos e geopolíticos de valorização dos ativos controlados pelos FSR, apontou-se não haver contradição entre interesses políticos e financeiros, e que os interesses geopolíticos que permeiam as estratégias dos FSR não implicam em um recuo da globalização financeira: pelo contrário, eles expressam como houve uma reconfiguração da autoridade estatal,

que passa também a se utilizar desses instrumentos financeiros como um importante elemento da dinâmica da rivalidade interestatal. E de fato, não seria possível outro movimento do Estado quando a economia política internacional contemporânea tem por base de acumulação a lógica financeira.

Como todo processo contraditório, não se pode deixar de ressaltar que os FSR carregam potencialmente uma possibilidade de causar retrocesso à globalização financeira que não está atrelada ao controle estatal dos FSR em si. Isso pode ocorrer apenas na medida em que os FSR resultem em graves ações protecionistas por parte dos países receptores, revertendo assim a liberalização dos fluxos de capitais que garante a escala global do sistema financeiro contemporâneo. Essas reações protecionistas são possíveis, mas até o presente momento, parecem pouco prováveis de ocorrer, uma vez que exigiram que os países centrais rearticulassem seu processo de inserção, sobretudo produtiva, na estrutura da economia política internacional.

Em suma, é no momento derradeiro das crises financeiras, quando há um recuo das autoridades privadas, que se delineia mais nitidamente a posição estatal no processo de globalização financeira: *“But at some point a dysfunctional global financial system needs bold action based on principle with long-term purchase, not mere calculation of short-term benefit. The SWFs are not going away”* (HALLIDAY, 2008, grifo meu).

GLOSSÁRIO DE TERMOS FINANCEIROS⁵⁴

Alavancagem (*leverage*): a proporção de dívida em relação ao patrimônio líquido (também de ativos em relação ao patrimônio líquido, e de ativos em relação ao capital). A alavancagem pode ser realizada por meio da tomada de empréstimos (alavancagem no balanço, normalmente medida pela razão dívida/patrimônio) ou pelo uso de transações fora do balanço. Uma “aquisição alavancada” é a aquisição de uma empresa usando um nível significativo de endividamento (por meio da emissão de bônus ou tomada de empréstimos) para pagá-la. Normalmente, os ativos da empresa adquirida são usados como garantia dos empréstimos.

Alternativos: ativos distintos dos tradicionais (dinheiro líquido, ações e títulos). Esses investimentos são geralmente controlados por investidores institucionais, possuem alto retorno em contraste à baixa liquidez, já que são de muito longo prazo. Incluem fundos *hedge*, mercado de futuros, imóveis, *commodities*, contratos de derivativos e *private equity*.

Aversão ao risco: grau em que um investidor, quando confrontado com dois investimentos com o mesmo retorno esperado, mas com riscos diferentes, prefere aquele com menor risco. Ou seja, a medida da aversão do investidor a resultados ou pagamentos incertos.

Contração de crédito (*credit crunch*): uma violenta redução do volume de crédito disponível na economia. Diante do aumento da incerteza sobre o futuro, as instituições financeiras, em geral, mas os bancos, em particular (pois podem criar crédito por meros movimentos contábeis), contraem abruptamente suas carteiras de crédito, exigindo o pagamento dos empréstimos concedidos e ampliando os critérios para a contratação de novas operações. Essa contração do crédito repercute rapidamente na economia real, que pode ser completamente paralisada pela ausência de crédito para irrigar as transações.

Derivativo: contrato financeiro cujo valor deriva de instrumentos subjacentes, tais como preços de títulos, taxas de juro, cotação de moedas estrangeiras, preços de *commodities* ou índices de mercado. Um “derivativo de crédito” é um contrato financeiro pelo qual um agente compra ou vende proteção contra o risco de crédito associado a um instrumento (ou instrumentos) específico de referência. Contra o recebimento de uma comissão periódica, o vendedor da proteção se

⁵⁴ Baseado e Adaptado do “Glossário de Termos Financeiros” de MORRIS, 2009:234-54.

compromete a fazer um pagamento contingente ao comprador da proteção no caso de um evento que prejudique o crédito.

Fundo soberano de riqueza (*sovereign wealth fund*): fundos de investimento estatais para manter ativos de longo prazo. Normalmente é financiado com superávits fiscais, comerciais ou reservas internacionais. Possui predominantemente, ou de forma significativa, direitos em moeda estrangeira sobre não-residentes (investimentos no exterior).

Fundos hedge (*hedge funds*): fundo de investimento, normalmente organizado como uma sociedade privada e com frequência sediado em paraísos fiscais para obter vantagens tributárias e regulatórias. Esses fundos encontram poucas restrições à composição de seus portfólios e ao tipo de transação que executam. Consequentemente, são livres para usar uma variedade de técnicas de investimento – inclusive venda a descoberto, transações com derivativos e alavancagem – para tentar aumentar os retornos sobre os riscos.

Participação acionária (*equity*): capital investido na compra de participações majoritárias em empresas e/ou unidades de negócios para reestruturar seu capital, sua administração e sua organização (e revendê-las com lucro).

Participação acionária privada (*private equity*): participação acionária em empresas privadas cujas ações não são negociadas em Bolsas de Valores.

Participação acionária pública (*public equity*): participação acionária em empresas privadas cujas ações são negociadas em Bolsas de Valores.

Renda fixa: investimentos que pagam remunerações em períodos fixos (ou no momento da aplicação ou no momento de resgate). São investimentos bastante estáveis, e os seus tipos mais comuns são certificados de depósito bancário (CDB); títulos públicos, emitidos tanto por governos federais ou locais; e também títulos de grandes empresas.

Subprime: hipoteca concedida a tomadores com histórico de crédito ruim ou limitado, que normalmente recebem classificação de crédito baixa.

Títulos do Tesouro: títulos de dívida negociáveis emitidos pelos governos com diferentes prazos de vencimento.

ANEXO A

DADOS REFERENTES À CATEGORIZAÇÃO DOS FSR

ANEXO A-I: Lista completa de Fundos soberanos de riqueza por ano de criação, por fonte e por volume

País	Fundo	Ano de Criação	Fonte	Volume (US\$ bi)
Emirados Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976	Petróleo	500-1,000
Noruega	Norway Government Pension Fund	1990	Petróleo	373
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	1981	Fiscal/Reservas	200-330
Arábia Saudita	Saudi Arabia Monetary Authority (SAMA)	1952	Petróleo	327
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	1953	Petróleo	213-250
China	China Investment Corporation (CIC)	2007	Fiscal/Reservas	200
Hong Kong	Hong Kong Exchange Fund	1935	Fiscal/Reservas	182
Singapura	Temasek	1974	Fiscal	160
Rússia	Oil & Gas Fund	2004	Petróleo/Gás	157
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	1992	Fiscal	65
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	2000	Petróleo	40-60
Austrália	Future Fund	2006	Fiscal	55
França	Pension Reserve Fund	2001	Fiscal	51
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	1981	Petróleo	50
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	2000	Petróleo	44
Estados Unidos	Alaska Permanent Reserve Fund	1976	Petróleo	37
Austrália	Victorian Funds Management Corporation (VFMC)	1994	Fiscal	36
Brunei	Brunei Investment Authority	1983	Petróleo	25-35
Irlanda	National Pension Reserve Fund	2001	Fiscal	31
Malásia	Khazanah Nasional BHD	1993	Fiscal	26
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	1980	Petróleo	25
Cazaquistão	National Oil Fund	2000	Petróleo	23
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	2006	Fiscal/Reservas	20
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	2005	Petróleo /Reservas	15-20
Canadá	Alberta Heritage Fund	1976	Petróleo	17
Estados Unidos	New Mexico Permanent Trust Funds	1958	Fiscal	16
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	1985	Cobre	16
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	2000	Fiscal	15

(CONT.) País	Fundo	Ano de Criação	Fonte	Volume (US\$ bi)
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	1973	Fiscal	10-15
Emirados Árabes Unidos	Dubai International Capital	2004	Fiscal	13
Nigéria	Excess Crude Fund	2004	Petróleo	13
Nova Zelândia	New Zealand Superannuation Fund	2001	Fiscal	10
Irã	Oil Stabilization Fund	2000	Petróleo	10
Emirados Árabes Unidos	Mubadala	2002	Petróleo	10
Iraque	Development Fund for Iraq (DFI)	2003	Petróleo	8
Botsuana	Pula Fund	1993	Diamantes	6
Omã	State General Reserve Fund	1980	Petróleo/Gás	6
Emirados Árabes Unidos	Istithmar World	2003	Fiscal	6
Estados Unidos	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	1974	Minerais	4
México	Oil Stabilization Fund	2000	Petróleo	2
Timor Leste	Timor-Leste Petroleum Fund	2005	Petróleo	2
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	1999	Petróleo	2
Trindade e Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2007	Petróleo/Gás	2
Colômbia	Oil Stabilization Fund	1995	Petróleo	2
Vietnã	State Capital Investment Corporation	2005	Fiscal	2
Chile	Chile Pension Reserve Fund	2006	Cobre	1.4
Venezuela	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization	1998	Petróleo/Gás	0.8
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	1956	Fosfatos	0.6
Gabão	Fund for Future Generations	1998	Petróleo	0.5
Mauritânia	National Fund for Hydrocarbon Reserves	2006	Petróleo/Gás	0.3
Angola	Angola Reserve Fund for Oil	2007	Petróleo	n.d.
Emirados Árabes Unidos	Emirates Investment Authority (EIA)	2007	Fiscal	n.d.
Emirados Árabes Unidos	Investment Corp of Dubai	2006	Petróleo	n.d.
Total				2,998-3,737

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de: ESCHWEILER; FENANDEZ , 2008:21; BLUNDELL-WIGNAL *et.al*, 2008: 121.

ANEXO A-II: Data de surgimento dos FSR por décadas

País	Fundo	Ano
DÉCADA DE 1950		
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	1953
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	1956
DÉCADA DE 1970		
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	1973
Cingapura	Temasek	1974
Canadá	Alberta Heritage Fund	1976
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976
EUA	Alaska Permanent Fund	1976
DÉCADA DE 1980		
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	1980
Omã	State General Reserve Fund	1980
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	1981
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	1981
Brunei	Brunei Investment Authority	1983
DÉCADA DE 1990		
Noruega	Norway Government Pension Fund	1990
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	1992
Malásia	Khazanah Nasional BHD	1993
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	1999
DÉCADA DE 2000		
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	2000
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	2000
Cazaquistão	National Oil Fund	2000
Irã	Oil Stabilization Fund	2000
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	2000
França	Pension Reserve Fund	2001
EAU	Mubadala	2002
EAU	Istithmar World	2003
EAU	Dubai International Capital	2004
Rússia	Oil & Gas Fund	2004
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	2005
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	2006
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	2006
China	China Investment Corporation (CIC)	2007

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de: ESCHWEILER; FENANDEZ , 2008:21.

ANEXO A-III: FSR por volume de investimentos

País	Fundo	Volume (US\$ bi)
De US\$ 1,000 a 200 bilhões		
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	500-1,000
Noruega	Norway Government Pension Fund	373
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	200-330
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	213-250
De US\$ 200 a 100 bilhões		
China	China Investment Corporation (CIC)	200
Cingapura	Temasek	160
Rússia	Oil & Gas Fund	157
De US\$ 70 a 40 bilhões		
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	65
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	40-60
França	Pension Reserve Fund	51
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	50
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	47
De US\$ 40 a 20 bilhões		
EUA	Alaska Permanent Fund	37
Brunei	Brunei Investment Authority	25-35
Malásia	Khazanah Nasional BHD	26
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	25
Cazaquistão	National Oil Fund	23

Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	20
De US\$ 20 a 10 bilhões		
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	15-20
Canadá	Alberta Heritage Fund	17
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	16
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PTF)	15
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	15
EAU	Dubai International Capital	13
De US\$ 10 a 5 bilhões		
EAU	Mubadala	10
Irã	Oil Stabilization Fund	10
EAU	Istithmar World	6
Omã	State General Reserve Fund	6
De US\$ 5 a 0,5 bilhões		
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	2
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0,6

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 20.

ANEXO A-IV: Comparação entre volume, PIB e % do PIB dos países detentores de FSR (2008)

País	Fundo	Volume (US\$ bilhões)	PIB do País (US\$ bilhões)	% do PIB
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	15	473,99	3,16%
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	25	473,99	5,27%
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	44	168,43	26,12%
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	65	1032,99	6,29%
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	2	45,91	4,36%
Brunei	Brunei Investment Authority	25-35	45,91	65,34%
Canadá	Alberta Heritage Fund	17	14,49	117,35%
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	40-60	157,35	31,78%
Cazaquistão	National Oil Fund	23	131,34	17,51%
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	16	169,61	9,43%
China	China Investment Corporation (CIC)	200	4348,30	4,60%
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	200-330	175,75	150,78%
Cingapura	Temasek	160	175,75	91,04%
Coreia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	20	157,35	168,42%
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	500-1,000	276,40	271,34%

(CONT.) País	Fundo	Volume (US\$ bilhões)	PIB do País (US\$ bilhões)	% do PIB
EAU	Dubai International Capital	13	276,40	4,70%
EAU	Istithmar World	6	276,40	2,17%
EAU	Mubadala	10	276,40	3,62%
EUA	Alaska Permanent Fund	37	14558,11	0,25%
França	Pension Reserve Fund	51	2822,50	26,57%
Irã	Oil Stabilization Fund	10	354,62	2,82%
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	0,6	0,07	808,13%
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	213-250	157,35	148,72%
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	50	88,59	56,44%
Malásia	Khazanah Nasional BHD	26	221,96	105,42%
Noruega	Norway Government Pension Fund	373	450,46	82,80%
Omã	State General Reserve Fund	6	52,53	11,42%
Rússia	Oil & Gas Fund	157	1670,36	9,40%
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	15	390,59	3,84%
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	15-20	60443,64	0,03%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de ESCHEILER; FERNANDEZ, 2008: 20; UNCTAD HANDBOOK OF STATISTICS, 2010.

**ANEXO A-V: Balanço em conta corrente, balanço de pagamentos e reservas internacionais dos países
detentores de FSR (2008)**

País	Fundo Soberano de Riqueza	Balanço em Conta Corrente (em milhões)	Balanço de Pagamentos (em milhões)	Reservas menos ouro (em bilhões)
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	132,32	137,043	287,351
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	132,32	137,043	287,351
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	n.d.	n.d.	92,999
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	-47,79	3,69215	19,926
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	16,45	2,4595	4,199
Brunei	Brunei Investment Authority	7,18	0,044289	0,488
Canadá	Alberta Heritage Fund	27,28	1,76943	28,422
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	n.d.	n.d.	6,265
Cazaquistão	National Oil Fund	6,60	2,18875	11,603
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	-3,44	6,46117	14,979
China	China Investment Corporation (CIC)	426,11	418,993	1265,53
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	27,18	13,0673	113,092
Cingapura	Temasek	27,18	13,0673	113,092
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	-56,45	-6,4064	130,59
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	n.d.	n.d.	20,577

(CONT.) País	Fundo Soberano de Riqueza	Balço em Conta Corrente (em milhões)	Balço de Pagamentos (em milhões)	Reservas menos ouro (em bilhões)
EAU	Dubai International Capital	n.d.	n.d.	20,577
EAU	Istithmar World	n.d.	n.d.	20,577
EAU	Mubadala	n.d.	n.d.	20,577
EUA	Alaska Permanent Fund	-0,71	0,004839	43,244
França	Pension Reserve Fund	-0,06	-0,012026	21,826
Irã	Oil Stabilization Fund	n.d.	n.d.	n.d.
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	n.d.	n.d.	n.d.
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	64,74	0,647364	11,11
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	35,70	12,9475	59,933
Malásia	Khazanah Nasional BHD	38,91	-3,45031	59,177
Noruega	Norway Government Pension Fund	88,34	4,61234	33,079
Omã	State General Reserve Fund	5,47	1,827	7,519
Rússia	Oil & Gas Fund	102,40	-45,3345	267,842
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	n.d.	n.d.	189,387
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	37,39	9,45225	21,489

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de *Balance of Payment Statistics* (BoP – FMI); e *International Financial Statistics* (IFS – FMI), 2009.

ANEXO A-VI: Fontes de Financiamento dos FSR

País	Fundo	Fonte
Fonte de financiamento oriunda de <i>commodity</i>		
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	Petróleo
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	Petróleo
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	Petróleo
Brunei	Brunei Investment Authority	Petróleo
Canadá	Alberta Heritage Fund	Petróleo
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	Petróleo
Cazaquistão	National Oil Fund	Petróleo, Gás, Metais
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	Cobre
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Petróleo
EAU	Mubadala	Petróleo
EUA	Alaska Permanent Fund	Petróleo
Irã	Oil Stabilization Fund	Petróleo
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	Fosfatos
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	Petróleo
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	Petróleo
Noruega	Norway Government Pension Fund	Petróleo
Omã	State General Reserve Fund	Petróleo e Gás
Rússia	Oil & Gas Fund	Petróleo e Gás
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	Petróleo/Reservas
Fonte de financiamento oriunda de <i>não-commodity</i>		
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	Fiscal
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	Fiscal
China	China Investment Corporation (CIC)	Fiscal/Reservas
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Fiscal
Cingapura	Temasek	Fiscal
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	Fiscal/Reservas
EAU	Dubai International Capital	Fiscal
EAU	Istithmar World	Fiscal
França	Pension Reserve Fund	Fiscal
Malásia	Khazanah Nasional BHD	Fiscal
Taiwan	Khazanah Nasional BHD	Fiscal
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	Petróleo/Reservas

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de: ESCHWEILER; FENANDEZ, 2008:21.

ANEXO A-VII: Controle e Gerenciamento dos FSR

País	Fundo	Controle	Operação do Fundo	Gerenciamento Externo
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	Como corporação	Quadro de diretores encabeçado pelo Chairman (que é um sultão)	Sim (projetos específicos)
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	Como corporação	Quadro de Diretores	Sim
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Como corporação	Quadro de diretores encabeçado pelo Chairman	Informação Não divulgada
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Como corporação	Quadro de diretores encabeçado pelo Chairman	Sim (depende do cliente)
EAU	Dubai International Capital	Como corporação	Quadro de diretores encabeçado pelo Chairman	Sim (se convidados)
EAU	Istithmar World	Como corporação	Quadro de diretores encabeçado pelo Chairman (que é um sultão)	Não
EAU	Mubadala	Como corporação	Quadro de diretores encabeçado pelo Príncipe de Abu Dhabi	Sim (investimentos específicos)
EUA	Alaska Permanent Fund	Como corporação	Conselho encabeçado pelo CEO	Informação não divulgada
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	Estrutura autônoma	Quadro supervisor encabeçado pelo Primeiro Ministro	Sim
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	Estrutura autônoma	Quadro de Diretores formado por Sheiks	Não
Cingapura	Temasek	Estrutura autônoma	Quadro de diretores encabeçado pelo Chairman	Sim
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	Estrutura autônoma	Quadro de diretores encabeçado pelo Chairman	Sim (25% dos ativos)
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	Estrutura autônoma	Quadro de diretores encabeçado pelo Ministério das Finanças	Informação não divulgada
Noruega	Norway Government Pension Fund	Estrutura autônoma	Quadro de gerenciamento encabeçado pelo Ministério das Finanças	Sim
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	Próprio Estado	Informação não divulgada	Sim (70 a 80% dos ativos)
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	Próprio Estado	Quadro de Diretores supervisionado pelo Ministério das Finanças	Não

(CONT.) País	Fundo	Controle	Operação do Fundo	Gerenciamento Externo
Brunei	Brunei Investment Authority	Próprio Estado	Quadro de Diretores operado pelo Ministério das Finanças e indicado pelo Sultão	Informação não divulgada
Canadá	Alberta Heritage Fund	Próprio Estado	Governo de Alberta; Ministério das Finanças	Sim (projetos específicos)
Cazaquistão	National Oil Fund	Próprio Estado	Conselho encabeçado pelo presidente/ Banco Nacional do Cazaquistão	Sim (projetos específicos)
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	Próprio Estado	Banco Central e Ministério das Finanças	Sim
China	China Investment Corporation (CIC)	Próprio Estado	Quadro de diretores formado por Ministros (inclusive do Banco Central e Finanças) encabeçado por um Chairman supervisionado pelo PCCh	Informação não divulgada
França	Pension Reserve Fund	Próprio Estado	Quadro executivo controlado pelo quadro supervisor formado Ministros e outros acionistas	Informação não divulgada
Irã	Oil Stabilization Fund	Próprio Estado	Conselho formado por ministros encabeçados pelo Chairman	Sim (a maior parte)
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	Próprio Estado	Informação não divulgada	Sim
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	Próprio Estado	Informação não divulgada	Informação não divulgada
Malásia	Khazanah Nasional BHD	Próprio Estado	Quadro de diretores encabeçado pelo Ministério das Finanças	Sim
Omã	State General Reserve Fund	Próprio Estado	Banco Central	Não
Rússia	Oil & Gas Fund	Próprio Estado	Ministério das Finanças	Sim
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	Próprio Estado	Quadro de diretores formado por Ministros (inclusive Finanças e Banco Central) encabeçado pelo Vice-Primeiro Ministro	Informação não divulgada
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	Próprio Estado	Quadro de diretores encabeçado pelo Ministério das Finanças	Não

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010

b.

ANEXO A-VIII: Tipos de regimes políticos adotados por países detentores de FSR

País	Fundo	Tipo de Regime
Noruega	Norway Government Pension Fund	Democracia plena
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	Democracia plena
Canadá	Alberta Heritage Fund	Democracia plena
EUA	Alaska Permanent Fund	Democracia plena
França	Pension Reserve Fund	Democracia plena
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	Democracia imperfeita
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	Democracia imperfeita
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	Democracia imperfeita
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Democracia imperfeita
Cingapura	Temasek	Democracia imperfeita
Malásia	Khazanah Nasional BHD	Democracia imperfeita
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	Regime híbrido
Rússia	Oil & Gas Fund	Regime híbrido
Cazaquistão	National Oil Fund	Regime autoritário
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	Regime autoritário
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	Regime autoritário
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	Regime autoritário
China	China Investment Corporation (CIC)	Regime autoritário
Irã	Oil Stabilization Fund	Regime autoritário
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	Regime autoritário
Omã	State General Reserve Fund	Regime autoritário
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Regime autoritário
EAU	Dubai International Capital	Regime autoritário
EAU	Istithmar World	Regime autoritário
EAU	Mubadala	Regime autoritário
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	Regime autoritário
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	Regime autoritário
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	Regime autoritário
Brunei	Brunei Investment Authority	Regime autoritário
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	n.d.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de CIA WORLD FACTBOOK, 2010; e ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT INDEX OF DEMOCRACY, 2009.

Anexo A-IX: Propósitos dos FSR

País	Fundo	Fonte	Poupança	Estabilização	Financiamento	Diversificação	Desenvolvimento	Estratégico
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	Não-Commodity					X	
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	Commodity				X		X
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	Commodity		X	X			
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	Não-commodity	X				X	
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	Commodity	X				X	
Brunei	Brunei Investment Authority	Commodity				X		
Canadá	Alberta Heritage Fund	Commodity	X				X	
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	Commodity				X		X
Cazaquistão	National Oil Fund	Commodity	X	X	X			
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	Commodity		X	X			
China	China Investment Corporation (CIC)	Não-commodity		X		X	X	X
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Não-commodity		X		X	X	
Cingapura	Temasek	Não-commodity				X	X	X
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	Não-commodity				X		

(CONT.) País	Fundo	Fonte	Pou-pança	Estabi-lização	Financia-mento	Diver-sificação	Desenvol-vimento	Estraté-gico
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	Commodity				X		X
EAU	Dubai International Capital	Não-commodity					X	
EAU	Istithmar World	Não-commodity				X		X
EAU	Mubadala	Commodity					X	X
EUA	Alaska Permanent Fund	Commodity	X					
França	Pension Reserve Fund	Não-commodity	X					X
Irã	Oil Stabilization Fund	Commodity		X	X			
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	Commodity	X	X	X			
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	Commodity	X	X				
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	Commodity				X	X	
Malásia	Khazanah Nasional BHD	Não-commodity					X	X
Noruega	Norway Government Pension Fund	Commodity	X					
Omã	State General Reserve Fund	Commodity	X	X	X			
Rússia	Oil & Gas Fund	Commodity		X	X			
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	Não-commodity		X	X			X
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	Commodity e Não-commodity			X		X	

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010

b.

ANEXO A-X: Portfólio dos FSR por classes de ativos

País	Fundo	Renda Fixa	Public equity	Alternativos	Tipos de alternativos				Outros
					Private Equity	Imobiliário	Commodity	Fundos Hedge	
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	X	X		X				
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	X		X	X	X			
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	X							
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	X	X	X					
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)								
Brunei	Brunei Investment Authority	X	X	X	X	X	X	X	
Canadá	Alberta Heritage Fund	X (30,7%)	X (45%)	X	X (14%)	X (11%)			
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	X (menor razão)	X	X	X	X			Fundos de investimentos
Cazaquistão	National Oil Fund	X	X	X	X				
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	X (20%)							Títulos de renda variável (15%)
China	China Investment Corporation (CIC)	X	X	X	X	X	X	X	
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	X (30%)	X (50%)	X (20%)					
Cingapura	Temasek	X	X		X				
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	X	X						Pretende ampliar para alternativos
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	X	X	X	X	X			

(CONT.) País	Fundo	Renda Fixa	Public equity	Alternativos	Tipos de alternativos				Outros
					Private Equity	Imobiliário	Commodity	Fundos Hedge	
EAU	Dubai International Capital	X	X	X	X				
EAU	Istithmar World	X		X	X				
EAU	Mubadala	X							
EUA	Alaska Permanent Fund	X		X	X	X			
França	Pension Reserve Fund	X (30%)	X (60%)	X	X (10%)	X	X		
Irã	Oil Stabilization Fund	X							
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	X							
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	X	X (50%)	X	X	X		X	
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	X		X	X	X			
Malásia	Khazanah Nasional BHD	X		X	X				
Noruega	Norway Government Pension Fund	X (40%)	X	X	X				Equities (60%) Pretende ampliar para alternativos
Omã	State General Reserve Fund	X		X	X				
Rússia	Oil & Gas Fund	X							
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	X							Pretende ampliar para public equity
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	X							

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010

b. Esses dados referem-se a investimentos publicamente divulgados na mídia.

ANEXO A-XI: Setores investidos pelos FSR

País	Fundo	Finan- ceiro	Comuni- cações	Trans- porte	Recursos Energé- ticos	Saúde	Tecno- logia	Infraes- trutura	Biotec- nologia	Turis- mo	Outros
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	X			X	X	X		X	X	Educação
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	X				X				X	Consumo; Indústria
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	Informação não-disponível									
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	X						X			
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	X									
Brunei	Brunei Investment Authority	X			X						
Canadá	Alberta Heritage Fund	Informação não-disponível									
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	X		X		X					
Cazaquistão	National Oil Fund	X									
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	Informação não-disponível									
China	China Investment Corporation (CIC)	X						X			
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	X									
Cingapura	Temasek	X	X	X	X						Logística
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	X									
EAU	United Arab Emirates Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	X			X						
EAU	Dubai International Capital	X	X		X	X	X	X	X	X	Imobiliário; Educação

(CONT.) País	Fundo	Finan- ceiro	Comuni- cações	Trans- porte	Recursos Energé- ticos	Saúde	Tecno- logia	Infraes- trutura	Biotec- nologia	Turis- mo	Outros
EAU	Istithmar World	X		X	X						Industrial; Aviação e indústria aeroespacial; Consumo
EAU	Mubadala			X	X	X					Aeroespacial; Serviços; Indústria de base; Informática; Imobiliário
EUA	Alaska Permanent Fund							X			Imobiliário
França	Pension Reserve Fund	Informação não-disponível									
Irã	Oil Stabilization Fund	X					X				
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	Informação não-disponível									
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	X		X	X						
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	X			X						
Malásia	Khazanah Nasional BHD	X	X	X		X	X	X	X		Agricultura; Tecnologia da Informação
Noruega	Norway Government Pension Fund	Informação não-disponível									
Omã	State General Reserve Fund	X	X								
Rússia	Oil & Gas Fund	X						X			
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	X	X	X			X	X	X		Tecnologia da Informação
Venezuela	National Development Fund (Fonden)							X			

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos websites de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010

b. Esses dados referem-se a investimentos publicamente divulgados na mídia.

ANEXO A-XII: Localização geográfica dos investimentos realizados pelos FSR

País	Fundo	América do Norte	Europa	Oriente Médio	Ásia	América Latina	Países Desenvolvidos	Países Emergentes	Global	Local	Países e Porcentagens dos investimentos
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)			X						X	
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)								X		Exceto Rússia
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)										
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)										
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)										
Brunei	Brunei Investment Authority										
Canadá	Alberta Heritage Fund	X								X	EUA
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)		X		X						EUA
Cazaquistão	National Oil Fund										
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)										
China	China Investment Corporation (CIC)	X	X				X	X		X	
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)								X	X	
Cingapura	Temasek		X		X		X				Desenvolvidos: 20%; Austrália; Áustria. Ásia: 40% - exceto Japão; China; Índia; Rússia; Cingapura (38%).
Coreia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)										
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	X	X		X			X			Áustria; Dinamarca; Espanha; Coreia do Sul; Egito; Paquistão

(CONT.) País	Fundo	Amé- rica do Norte	Eu- ropa	Orien- te Médio	Ásia	Amé- rica Latina	Países Desen- volvi- dos	Países Emer- gentes	Glo- bal	Local	Países e Porcentagens dos investimentos
EAU	Dubai International Capital	X	X	X						X	EUA
EAU	Istithmar World	X	X	X	X						
EAU	Mubadala	X	X								EUA
EUA	Alaska Permanent Fund	X								X	
França	Pension Reserve Fund		X							X	
Irã	Oil Stabilization Fund			X						X	
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund										
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	X	X		X			X			EUA; Canadá
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)										
Malásia	Khazanah Nasional BHD				X						Malásia (90,9%); Indonésia (4,3%); Índia (1,8%); Cingapura (1,4%); China (1,6%)
Noruega	Norway Government Pension Fund	X	X		X	X	X				Europa: 50- 60%; África
Omã	State General Reserve Fund										
Rússia	Oil & Gas Fund	X	X								Áustria; Bélgica; Finlândia; França; Itália; Alemanha; Grécia; Irlanda; Luxemburgo; Holanda; Portugal; Espanha; EUA; Reino Unido.
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)										
Venezuela	National Development Fund (Fonden)					X					

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010

b. Esses dados referem-se a investimentos publicamente divulgados na mídia.

**ANEXO A-XIII: Critérios para financiamento e gerenciamento dos riscos
(benchmarks) dos FSR**

País	Fundo	Tipo de financiamento	Benchmark
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	n.d.	n.d.
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	n.d.	Sim
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	n.d.	n.d.
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	n.d.	Sim
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	n.d.	Sim
Brunei	Brunei Investment Authority	n.d.	n.d.
Canadá	Alberta Heritage Fund	n.d.	Sim
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	n.d.	n.d.
Cazaquistão	National Oil Fund	10 % a.a. das receitas do setor de mineração	Sim
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	1 % a.a. das receitas do setor de mineração	n.d.
China	China Investment Corporation (CIC)	n.d.	Sim
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	n.d.	Sim
Cingapura	Temasek	n.d.	Sim
Coreia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	n.d.	Sim
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	n.d.	Sim
EAU	Dubai International Capital	Pelo menos 1/3 a.a. das receitas da Dubai Holdings	n.d.
EAU	Istithmar World	n.d.	n.d.
EAU	Mubadala	n.d.	n.d.
EUA	Alaska Permanent Fund	Pelo menos 25% a.a. das receitas do petróleo	Sim
França	Pension Reserve Fund	2% a.a. do imposto social	Sim
Irã	Oil Stabilization Fund	n.d.	n.d.
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	n.d.	n.d.
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	10% a.a. das receitas do Estado	Sim
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	n.d.	n.d.
Malásia	Khazanah Nasional BHD	n.d.	não
Noruega	Norway Government Pension Fund	n.d.	Sim
Omã	State General Reserve Fund	n.d.	Sim
Rússia	Oil & Gas Fund	10% a.a. do PIB	Sim
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	n.d.	n.d.
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	n.d.	Sim

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos *websites* de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010 b.

ANEXO A-XIV: Lista das principais empresas nas quais os FSR apresentam participações acionárias

País	Fundo	Principais empresas
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	n.d.
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	Aple; Citigroup; Ebay; HP Invent; Hotel George V; Kodak; Motorola; Walt Disney; The Plaza Hotels; Pepsico; Time Warner; Protect & Gamble; Savoy Hotel; Four Seasons Hotels and Resorts
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	n.d.
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	n.d.
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	n.d.
Brunei	Brunei Investment Authority	Jordan Phosphate Mines Company; Patersons Securities
Canadá	Alberta Heritage Fund	n.d.
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	Four Seasons Healthcare; European Aeronautic, Defence and Space (EADS); Bolsa de Valores de Londres; Credit Suisse
Cazaquistão	National Oil Fund	n.d.
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	n.d.
China	China Investment Corporation (CIC)	Blackstone Group; Morgan Stanley; VISA; JC Flowers PE Fund; China Railway Group
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Citigroup; UBS
Cingapura	Temasek	Standard Chartered PLC; Merrill Lynch; Barclays; VTB Bank, INX Media, ABC Learning Centres; Intercell AG; Country Garden; Yngli Green Energy; Mitsui Life
Coreia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	Merrill Lynch (maior investimento do fundo)
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	International Petroleum Investment Corporation (IPIC); Citigroup; Toll Brothers; Banque de Tunisie et des Emirats; Suez Cement Company; EFG Hermes
EAU	Dubai International Capital	Merlin Entertainments Group; Alliance Medical; Travelodge Hotels Ltd; European Aeronautic; Sunbelt Apartments; Defence and Space (EADS); Tunisie Telecom; Tussads Group; DaimlerChrysler.
EAU	Istithmar World	Time Warner; GLG Partners; Hylflux Ltd.; Barneys New York; Loehmann's Holdings Inc.; Spice Jet; Standard Chartered; Arcapita Bank; SR Technics; Hans Energy

(CONT.) País	Fundo	Principais empresas
EAU	Mubadala	Ferrari; Piaggio Aero Industries; Spyker Cars NV; Advanced Microelectronics Device; The Carlyle Group
EUA	Alaska Permanent Fund	n.d.
França	Pension Reserve Fund	n.d.
Irã	Oil Stabilization Fund	Taageer Finance Company; Yemen Company for Mobile Telephony; Misr Iran Development Bank; Injazat Technology Fund
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	n.d.
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	Merrill Lynch; British Petroleum; DaimlerChrysler; Citigroup
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	British Petroleum
Malásia	Khazanah Nasional BHD	Proton; CIMA Group; Asia Capital Reinsurance; Bank Muamalat Malaysia Bhd; Apollo Hospitals Enterprise Ltd.
Noruega	Norway Government Pension Fund	n.d.
Omã	State General Reserve Fund	Corporate Commercial Bank; RCS (Rizzo Property Holdings)
Rússia	Oil & Gas Fund	n.d.
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	n.d.
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	n.d.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados nos websites de todos os FSR estudados (Cf. Referências específicas dos FSR) e SWF INSTITUTE, 2010

b. Esses dados referem-se a investimentos publicamente divulgados na mídia.

ANEXO A-XV: Índice de Transparência dos FSR

País	Fundo	Índice de Transparência	Tipo de Regime	Existência de <i>website</i>	Divulgação de Relatório	Abertura de Balanço
Azerbaijão	State Oil Fund (SOFAZ)	10	Regime autoritário	Próprio	Sim	Sim
Cingapura	Temasek	10	Democracia imperfeita	Próprio	Sim	Não
EUA	Alaska Permanent Fund	10	Democracia plena	Próprio	Sim	Sim
Noruega	Norway Government Pension Fund	10	Democracia plena	Banco Central	Não	Não
Canadá	Alberta Heritage Fund	9	Democracia plena	Banco Central	Sim	n.d.
Coréia do Sul	Korea Investment Corporation (KIC)	9	Democracia imperfeita	Próprio	Não	Não
China	China Investment Corporation (CIC)	7	Regime autoritário	Próprio	Não	Não
Cazaquistão	National Oil Fund	6	Regime autoritário	Não	n.d.	n.d.
Cingapura	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	6	Democracia imperfeita	Próprio	Sim	Não
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	6	Regime autoritário	Próprio	Não	Sim
Catar	Qatar Investment Authority (QIA)	5	Regime autoritário	Próprio	n.d.	n.d.
Malásia	Khazanah Nasional BHD	4	Democracia imperfeita	Próprio	Não	Não
Arábia Saudita	Kingdom Holding Company (KHC)	3	Regime autoritário	Banco Central	Não	Não
EAU	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	3	Regime autoritário	Próprio	Não	Sim (faixas de valores)
Líbia	Libyan Investment Authority (LIA)	2	Regime autoritário	Próprio	Sim	Não
Argélia	Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	1	Regime autoritário	Não	Não	Não
Brunei	Brunei Investment Authority	1	Regime autoritário	Banco Central	n.d.	n.d.

(CONT.) País	Fundo	Índice de Transpa-rência	Tipo de Regime	Existência de <i>website</i>	Divulgação de Relatório	Abertura de Balanço
Irã	Oil Stabilization Fund	1	Regime autoritário	Banco Central	Não	Não
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	1	n.d.	Banco Central	n.d.	n.d.
Omã	State General Reserve Fund	1	Regime autoritário	Próprio	n.d.	n.d.
Arábia Saudita	Public Investment Fund (PIF)	n.d.	Regime autoritário	Próprio	Sim	Não
Austrália	Queensland Investment Corporation (QIC)	n.d.	Democracia plena	Próprio	n.d.	Não
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (FESS)	n.d.	Democracia imperfeita	Banco Central	n.d.	n.d.
EAU	Dubai International Capital	n.d.	Regime autoritário	Próprio	Sim	Não
EAU	Isthmar World	n.d.	Regime autoritário	Próprio	Não	Não
EAU	Mubadala	n.d.	Regime autoritário	Próprio	Não	Não
França	Pension Reserve Fund	n.d.	Democracia plena	Próprio	Sim	Sim
Rússia	Oil & Gas Fund	n.d.	Regime híbrido	Banco Central	Sim	Não
Taiwan	Taiwan National Stabilization Fund (NSF)	n.d.	Democracia imperfeita	Não	n.d.	n.d.
Venezuela	National Development Fund (Fonden)	n.d.	Regime híbrido	Banco Central	n.d.	n.d.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados de LINABURG; MADUELL, 2009 e ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT INDEX OF DEMOCRACY, 2009

ANEXO B

DOCUMENTOS REFERENTES À REGULAÇÃO INTERNACIONAL DOS FSR

ANEXO B-I: Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) – Santiago Principles

In furtherance of the “Objective and Purpose,” the IWG members either have implemented or intend to implement the following principles and practices, on a voluntary basis, *each of which is subject to* home country laws, regulations, requirements and obligations. This paragraph is an integral part of the GAPP.

GAPP 1. Principle

The legal framework for the SWF should be sound and support its effective operation and the achievement of its stated objective(s).

GAPP 1.1. Subprinciple. The legal framework for the SWF should ensure legal soundness of the SWF and its transactions.

GAPP 1.2. Subprinciple. The key features of the SWF’s legal basis and structure, as well as the legal relationship between the SWF and other state bodies, should be publicly disclosed.

GAPP 2. Principle

The policy purpose of the SWF should be clearly defined and publicly disclosed.

GAPP 3. Principle

Where the SWF’s activities have significant direct domestic macroeconomic implications, those activities should be closely coordinated with the domestic fiscal and monetary authorities, so as to ensure consistency with the overall macroeconomic policies.

GAPP 4. Principle

There should be clear and publicly disclosed policies, rules, procedures, or arrangements in relation to the SWF’s general approach to funding, withdrawal, and spending operations.

GAPP 4.1. Subprinciple. The source of SWF funding should be publicly disclosed.

GAPP 4.2. Subprinciple. The general approach to withdrawals from the SWF and spending on behalf of the government should be publicly disclosed.

GAPP 5. Principle

The relevant statistical data pertaining to the SWF should be reported on a timely basis to the owner, or as otherwise required, for inclusion where appropriate in macroeconomic data sets.

GAPP 6. Principle

The governance framework for the SWF should be sound and establish a clear and effective division of roles and responsibilities in order to facilitate accountability and operational independence in the management of the SWF to pursue its objectives.

GAPP 7. Principle

The owner should set the objectives of the SWF, appoint the members of its governing body(ies) in accordance with clearly defined procedures, and exercise oversight over the SWF's operations.

GAPP 8. Principle

The governing body(ies) should act in the best interests of the SWF, and have a clear mandate and adequate authority and competency to carry out its functions.

GAPP 9. Principle

The operational management of the SWF should implement the SWF's strategies in an independent manner and in accordance with clearly defined responsibilities.

GAPP 10. Principle

The accountability framework for the SWF's operations should be clearly defined in the relevant legislation, charter, other constitutive documents, or management agreement.

GAPP 11. Principle

An annual report and accompanying financial statements on the SWF's operations and performance should be prepared in a timely fashion and in accordance with recognized international or national accounting standards in a consistent manner.

GAPP 12. Principle

The SWF's operations and financial statements should be audited annually in accordance with recognized international or national auditing standards in a consistent manner.

GAPP 13. Principle

Professional and ethical standards should be clearly defined and made known to the members of the SWF's governing body(ies), management, and staff.

GAPP 14. Principle

Dealing with third parties for the purpose of the SWF's operational management should be based on economic and financial grounds, and follow clear rules and procedures.

GAPP 15. Principle

SWF operations and activities in host countries should be conducted in compliance with all applicable regulatory and disclosure requirements of the countries in which they operate.

GAPP 16. Principle

The governance framework and objectives, as well as the manner in which the SWF's management is operationally independent from the owner, should be publicly disclosed.

GAPP 17. Principle

Relevant financial information regarding the SWF should be publicly disclosed to demonstrate its economic and financial orientation, so as to contribute to stability in international financial markets and enhance trust in recipient countries.

GAPP 18. Principle

The SWF's investment policy should be clear and consistent with its defined objectives, risk tolerance, and investment strategy, as set by the owner or the governing body(ies), and be based on sound portfolio management principles.

GAPP 18.1. Subprinciple. The investment policy should guide the SWF's financial risk exposures and the possible use of leverage.

GAPP 18.2. Subprinciple. The investment policy should address the extent to which internal and/or external investment managers are used, the range of their activities and authority, and the process by which they are selected and their performance monitored.

GAPP 18.3. Subprinciple. A description of the investment policy of the SWF should be publicly disclosed.

GAPP 19. Principle

The SWF's investment decisions should aim to maximize risk-adjusted financial returns in a manner consistent with its investment policy, and based on economic and financial grounds.

GAPP 19.1. Subprinciple. If investment decisions are subject to *other than* economic and financial considerations, these should be clearly set out in the investment policy and be publicly disclosed.

GAPP 19.2. Subprinciple. The management of an SWF's assets should be consistent with what is generally accepted as sound asset management principles.

GAPP 20. Principle

The SWF should not seek or take advantage of privileged information or inappropriate influence by the broader government in competing with private entities.

GAPP 21. Principle

SWFs view shareholder ownership rights as a fundamental element of their equity investments' value. If an SWF chooses to exercise its ownership rights, it should do so in a manner that is consistent with its investment policy and protects the financial value of its investments. The SWF should publicly disclose its general approach to voting securities of listed entities, including the key factors guiding its exercise of ownership rights.

GAPP 22. Principle

The SWF should have a framework that identifies, assesses, and manages the risks of its operations.

GAPP 22.1. Subprinciple. The risk management framework should include reliable information and timely reporting systems, which should enable the adequate monitoring and management of relevant risks within acceptable parameters and levels, control and incentive mechanisms, codes of conduct, business continuity planning, and an independent audit function.

GAPP 22.2. Subprinciple. The general approach to the SWF's risk management framework should be publicly disclosed.

GAPP 23. Principle

The assets and investment performance (absolute and relative to benchmarks, if any) of the SWF should be measured and reported to the owner according to clearly defined principles or standards.

GAPP 24. Principle

A process of regular review of the implementation of the GAPP should be engaged in by or on behalf of the SWF.

ANEXO B-II: Message by the OECD Secretary-General to the International Monetary and Financial Committee, 11 October 2008, Washington.

OECD and partner countries welcome investments from Sovereign Wealth Funds (SWFs) as a positive force for development and global financial stability. Last June at the OECD, Ministers representing thirty-three recipient countries adopted a Declaration to express their commitment to preserve and expand an open international investment environment for SWFs. This commitment is grounded in the long-standing OECD investment policy principles of non-discrimination, transparency and liberalisation. In this context, they also endorsed guidelines developed under the auspices of the OECD Investment Committee to ensure that investment measures to safeguard national security are not, in fact, disguised protectionism.

This document presents the Ministerial Declaration and the associated OECD guidance for recipient country policies towards SWFs. These commitments by OECD and partner countries will help to preserve freedom of investment and global prosperity.

The elaboration by the International Working Group of SWFs of Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) for SWFs' appropriate governance, accountability and investment conduct is also essential. The OECD is very pleased to have been invited to observe this work and to provide inputs to the GAPP.

Taken together, the OECD guidance to recipient countries and the GAPP for SWFs provide the international community with a robust framework for promoting mutual trust and confidence and reaping the full benefits of SWFs for home and host countries. As countries face major financial turbulence, it is all the more important to keep capital inflows moving freely.

The broader Freedom of Investment process, launched in 2006 at the OECD, but involving many other countries, provides a unique multilateral forum for investment policy dialogue. It includes a process of peer surveillance to ensure that international commitments to openness are respected. The initiative is presented in this document. I invite SWFs and their governments to participate actively in this process. The OECD looks forward to continuing dialogue and co-operation between recipient countries and SWFs.

Angel Gurría

OECD Secretary-General

ANEXO B-III: OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds And Recipient Country Policies

- At the OECD Ministerial Council Meeting on 4-5 June 2008 in Paris, Ministers of OECD countries*.
- Welcomed the constructive contribution that Sovereign Wealth Funds (SWFs) make to the economic development of home and host countries. To date they have been reliable, long-term, commercially-driven investors and a force for global financial stability.
- Recognised that if SWF investments were motivated by political rather than commercial objectives, they could be a source of concern, and that legitimate national security concerns could arise.
- Welcomed international discussions involving SWFs, their governments and recipient governments. These increase understanding, contribute to mutual trust and confidence, and help avoid protectionist responses that could undermine economic growth and development.
- Noted that the home countries of SWFs and SWFs themselves can enhance confidence by taking steps to strengthen transparency and governance in the SWFs.
- Supported the work of the IMF on best practices for SWFs as an essential contribution and the continuing coordination between the OECD and the IMF.
- Noted that the OECD for its part has been working on best practices for recipient countries. Together the IMF and OECD will help preserve and expand an open international investment environment for SWFs while safeguarding essential security interests.
- Welcomed the Report by the OECD Investment Committee on SWFs and Recipient Country Policies**, which reflects inputs from both OECD and emerging economies, and looked forward to future work, including peer monitoring of policy developments and broader consideration of foreign-government controlled investments.
- Based on this Report, Ministers endorsed the following policy principles for countries receiving SWF investments. These principles reflect long-standing OECD commitments that promote an open global investment environment. They are consistent with OECD countries' rights and obligations under the OECD investment instruments.

* Ministers of Chile, Estonia and Slovenia also adhered to this Declaration in the name of their government on 5 June 2008.

** This report was issued in April 2008. Developed at the request of the G7 Finance Ministers and the other OECD members in October 2007 to develop guidance for recipient countries on policies toward investments from sovereign wealth funds (SWFs), it is the result of the work of the thirty OECD countries, ten non-OECD countries adhering to the OECD investment instruments, four other governments participating in the project and the European Commission. The report also benefited from consultations with SWFs and business and social partners.

- Recipient countries should not erect protectionist barriers to foreign investment.
- Recipient countries should not discriminate among investors in like circumstances. Any additional investment restrictions in recipient countries should only be considered when policies of general application to both foreign and domestic investors are inadequate to address legitimate national security concerns.
 - Where such national security concerns do arise, investment safeguards by recipient countries should be:
 - transparent and predictable,
 - proportional to clearly-identified national security risks, and
 - subject to accountability in their application.

ANEXO B-IV: OECD General Investment Policy Principles

The OECD general investment policy principles are established in the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements, adopted by the OECD country governments in 1961, and the OECD Declaration on International Investment and Multinational Enterprises of 1976 as revised in 2000, adopted by forty-one OECD and non-OECD country governments*. They apply to treatment of all foreign investors, including SWFs, and are as follows**:

- *Non discrimination.* Foreign investors are to be treated not less favourably than domestic investors in like situations. While the OECD instruments protect directly the investment freedoms of those SWFs established in OECD member countries, they also commit members to using their best endeavours to extend the benefits of liberalisation to all members of the International Monetary Fund. Experience has shown that, in practice, OECD governments nearly always adopt liberalisation measures without discriminating against non-OECD countries -- investors from non-member countries reap the same benefits of free market access as OECD residents. Outright discrimination against non-OECD based investors would be a major departure from OECD tradition.
- *Transparency.* Information on restrictions on foreign investment should be comprehensive and accessible to everyone.
- *Progressive liberalisation.* Members commit to the gradual elimination of restrictions on capital movements across their countries.
- *“Standstill”.* Members commit to not introducing new restrictions.
- *Unilateral liberalisation.* Members also commit to allowing all other members to benefit from the liberalisation measures they take and not to condition them on liberalisation measures taken by other countries. Avoidance of reciprocity is an important OECD policy tradition. The OECD instruments are based on the philosophy that liberalisation is beneficial to all, especially the country which undertakes the liberalization.

* Governments adhering to the OECD Declaration on International Investment and Multinational Enterprises: Argentina; Australia; Austria; Belgium; Brazil; Canada; Chile; Czech Republic; Denmark; Egypt; Estonia; Finland; France; Germany; Greece; Hungary; Iceland; Ireland; Israel; Italy; Japan; Korea; Latvia; Lithuania; Luxembourg; Mexico; The Netherlands; New Zealand; Norway; Peru; Poland; Portugal; Romania; Slovak Republic; Slovenia; Spain; Sweden; Switzerland; Turkey; United Kingdom; United States.

** Source: OECD Investment Committee report on recipient country policies and SWFs, approved by governments on 4 April 2008.

ANEXO B-V: OECD Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating To National Security*

Non-discrimination – Governments should be guided by the principle of non-discrimination. In general governments should rely on measures of general application which treat similarly situated investors in a similar fashion. Where such measures are deemed inadequate to protect national security, specific measures taken with respect to individual investments should be based on the specific circumstances of the individual investment which pose a risk to national security.

Transparency/predictability – while it is in investors' and governments' interests to maintain confidentiality of sensitive information, regulatory objectives and practices should be made as transparent as possible so as to increase the predictability of outcomes.

- *Codification and publication.* Primary and subordinate laws should be codified and made available to the public in a convenient form (e.g. in a public register; on internet). In particular, evaluation criteria used in reviews should be made available to the public.
- *Prior notification.* Governments should take steps to notify interested parties about plans to change investment policies.
- *Consultation.* Governments should seek the views of interested parties when they are considering changing investment policies.
- *Procedural fairness and predictability.* Strict time limits should be applied to review procedures for foreign investments. Commercially-sensitive information provided by the investor should be protected. Where possible, rules providing for approval of transactions if action is not taken to restrict or condition a transaction within a specified time frame should be considered.

Disclosure of investment policy actions is the first step in assuring accountability. Governments should ensure that they adequately disclose investment policy actions (e.g. through press releases, annual reports or reports to Parliament), while also protecting commercially-sensitive and classified information.

Regulatory proportionality - Restrictions on investment, or conditions on transaction, should not be greater than needed to protect national security and they should be avoided when other existing measures are adequate and appropriate to address a national security concern.

* Source: OECD Investment Committee report on recipient country policies and SWFs, approved by governments on 4 April 2008. The text on accountability was finalised by governments at the 8th Roundtable on Freedom of Investment which took place under the auspices of the OECD Investment Committee on 8 October 2008. OECD countries that have SWFs are participants in the roundtables on Freedom of Investment. Non-OECD SWFs are also invited.

- *Essential security concerns are self-judging.* OECD investment instruments recognise that each country has a right to determine what is necessary to protect its national security. This determination should be made using risk assessment techniques that are rigorous and that reflect the country's circumstances, institutions and resources. The relationship between investment restrictions and the national security risks identified should be clear.
- *Narrow focus.* Investment restrictions should be narrowly focused on concerns related to national security.
- *Appropriate expertise.* Security-related investment measures should be designed so that they benefit from adequate national security expertise as well as expertise necessary to weigh the implications of actions with respect to the benefits of open investment policies and the impact of restrictions.
- *Tailored responses.* If used at all, restrictive investment measures should be tailored to the specific risks posed by specific investment proposals. This would include providing for policy measures (especially risk mitigation agreements) that address security concerns, but fall short of blocking investments.

Last resort. Restrictive investment measures should be used, if at all, as a last resort when other policies (e.g. sectoral licensing, competition policy, financial market regulations) cannot be used to eliminate security-related concerns.

Accountability – procedures for internal government oversight, parliamentary oversight, judicial review, peri-odic regulatory impact assessments, and requirements that important decisions (including decisions to block an investment) should be taken at high government levels should be considered to ensure accountability of the im-plementing authorities.

- *Accountability to citizens.* Authorities responsible for restrictive investment policy measures should be accountable to the citizens on whose behalf these measures are taken. Countries use a mix of political and judicial oversight mechanisms to preserve the neutrality and objectivity of the investment review process while also assuring its political accountability. Measures to enhance the accountability of implementing authorities to Parliament should be considered (e.g. Parliamentary committee monitoring of policy implementation and answers or reports to Parliament that also protect sensitive commercial or security-related information).
- *International accountability mechanisms.* All countries share a collective interest in maintaining international investment policies that are open, legitimate and fair. Through various international standards, governments recognise this collective interest and agree to participate in related international accountability mechanisms (e.g. the OECD notification and peer review obligations in relation to restrictive investment policies). In particular, these help constrain domestic political pressures for restrictive and discriminatory policies. Recipient governments should participate in and support these mechanisms.

Recourse for foreign investors. The possibility for foreign investors to seek review of decisions to restrict foreign investments through administrative procedures or before judicial or administrative courts can enhance accountability. However, some national constitutions' allocation of authority with respect to national security may place limits on the scope of authority of the courts. Moreover, judicial and administrative procedures can be costly and time-consuming for both recipient governments and investors, it is important to have mechanisms in place to ensure the effectiveness, integrity and objectivity of decisions so that recourse to such procedures is rare. The possibility of seeking redress should not hinder the executive branch in fulfilling its responsibility to protect national security

- *The ultimate authority for important decisions (e.g. to block foreign investments) should reside at a high political level.* Such decisions require high-level involvement because they may restrict the free expression of property rights, a critical underpinning of market economies, and because they often require co-ordination among numerous government functions. The final decision to prohibit (or block) an investment should be taken at the level of heads of state or ministers.
- *Effective public sector management.* Broader public sector management systems help ensure that the political level officials and civil servants responsible for security-related investment policies face appropriate incentives and controls for ensuring that they exercise due care in carrying out their responsibilities and are free from corruption, undue influence and conflict of interest.

REFERÊNCIAS

Referências citadas

- AGARDI, Driss; ALCOUFFE, Alain (2008). “Fonds souverains et gouvernement d’entreprise: um état des lieux”. *Les Notes Du LIRHE*. Université des Sciences Sociales de Toulouse, Nota No. 459, Setembro de 2008. Disponível em : <http://www.univ-tlse1.fr/LIRHE/>. Acesso em: 15/01/2010.
- AGHION, Philippe; BACCHETTA, Philippe; RANCIERE, Romain; ROGOFF, Kenneth S (2006). “Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development” *CEPR Discussion Paper* No. 5629, April 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=916745>. Acesso em: 29/06/2009.
- AGLIETTA, Michel; ORLÉAN, André (1990). *A violência da moeda*. Brasília: Ed. Brasiliense, 1990.
- AIZENMAN Joshua (2007). ”Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture”, *National Bureau Of Economic Research*. Working Paper 13277, Junho 2007. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w13277>. Acesso em: 02/03/2009.
- AIZENMAN, Joshua; GLICK, Reuven (2007). “Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?”, *FRBSF Economic Letter*, 38, Novembro 2007. Disponível em: <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2007/el2007-38.html>. Acesso em: 02/04/2008.
- AKYÜZ, Yilmaz (1993). “Financial liberalization: the key issues”. In: AKYÜZ, Yilmaz; HELD, Günther (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.
- ALBEROLA, Enrique; SERENA, José Maria (2008). “Reserves, Sovereign Wealth Funds and the Resilience of Global Imbalances”. *Economic Notes*. Banca Monte dei Paschi di Siena

- SpA, vol. 37, no. 3, 2008, pp. 315–343. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0300.2008.00203.x>. Acesso em: 27/02/2009.
- ALFARO, L; KALEMLI-OZCAN, S; VOLOSOVYCH, V. (2008). “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation”. In: *The Review of Economics and Statistics*, 90(2), pp. 347–68, 01, 2008.
- ALLEN, Mark; CARUANA, Jaime (2008). “Sovereign Wealth Funds: A work agenda”. *Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments*. International Monetary Fund: February 29, 2008. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>. Acesso em: 11/05/2008.
- AVENDAÑO, Rolando; SANTISO, Javier (2009). *Are Sovereign Wealth Funds’ investments politically biased? A comparison with mutual funds*. OECD Development Centre: Working Paper No. 283, Dezembro 2009. Disponível em: www.oecd.org/dataoecd/43/0/44301172.pdf. Acesso em 12/01/2010.
- BAHGAT, Gawdat (2008). “Sovereign wealth funds: dangers and opportunities”. In: *International Affairs*. V.84, No. 6, 2008, pp. 1189-1204. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2346.2008.00764.x>. Acesso em: 12/02/2009.
- BALDING, Christopher. *A portfólio Analysis of Sovereign Wealth Funds*. University of California, Irvine, 6 de Junho, 2008. Disponível em Social Science Research Network (SSRN): <http://ssrn.com/abstract=1141531>. Acesso em: 22/01/2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2009). Verbete: “Reservas Internacionais”. *Glossário Completo*, 2009. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/glossarioLista.asp>. Acesso em: 23/11/2009.
- BECK, Roland; FIDORA, Michael (2008). “The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets”. *Occasional Paper Series – European Central Bank*. No 91, Julho 2008. Disponível em: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>. Acesso em: 27/02/2009.
- BECK, Roland; FIDORA, Michael (2009). “Sovereign Wealth Funds Before and Since the Crisis”. *European Business Organization Law Review*, 10: 353-367, 2009. Disponível em: <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract;jsessionid=07F249A76EE0E1ACA7B492E02FC365F1.tomcat1?fromPage=online&aid=6245140>. Acesso em: 21/02/2010.

- BEHRENDT, Sven (2009). “Gulf Arab SWFs – Managing Wealth in Turbulent Times”. *Policy Outlook*. Carnegie Endowment for International Peace, *Middle East Center*, Fevereiro, 2009. Disponível em: www.carnegieendowment.org/files/gulf_arab_swf.pdf. Acesso em: 25/02/2010.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (2005). “O Dólar e os Desequilíbrios Globais”. In: *Revista de Economia Política*, vol. 25, nº 3 (99), pp. 224-232, julho-setembro, 2005.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (2009 a). “Prefácio”. In: MORRIS (2008). *O crash de 2008: Dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito*. São Paulo: Aracati, 2009.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (2009 b). *Os antecedentes da tormenta: origens da crise global*. São Paulo: Editora UNESP e Edições Facamp, 2009.
- BERGSTEN, Fred; SUBRAMANIAN, Arvind (2009). “New mercantilism”. Washington, DC: *The Washington Times*, Column, 16 de março, 2009. Disponível em HighBeam Research: <http://www.highbeam.com/doc/1G1-201490424.html>. Acesso em: 16/02/2010.
- BERNANKE, Ben S. (2005). “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”. speech delivered for the Sandridge Lecture at the Virginia Association of Economists, Richmond, March 10, 2005. Disponível em: www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm. Acesso em: 24/02/2010.
- BLACKBURN, Robin. “The subprime crisis”. In: *New Left Review* no. 50, Mar-Abr 2008, pp. 63-106. Disponível em: <http://www.newleftreview.org/?getpdf=NLR28403&pdflang=en>. Acesso em: 09/10/2008.
- BLOCK, Fred L (1977). *The origins of economic disorder: A Study of United States Monetary Policy from World War Two to the Present*. California: University of California Press, 1977.
- BLUNDELL-WIGNALL, Adrian; HU, Yu-Wei; YERMO, Juan. “Sovereign Wealth and Pension Funds Issues”. In: *Financial Market Trends*, OCDE, 2008. Disponível em: www.oecd.org/dataoecd/8/10/40345767.pdf. Acesso em: 26/02/2009.

- BORDO, Michel; FLANDREAU, Marc (2001). "Core, Periphery, Exchange Rate Regimes and Globalization". *NBER Working Paper*, No. 8584. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, November 2001. Disponível em: www.nber.org/papers/w8584. Acesso em: 29/02/2010.
- BORTOLOTTI, Bernardo; FOTAK, Veljko; MEGGINSON, William L.; MIRACKY, William F. (2009). *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*. *FEEM Working Paper No. 22*, 30 de Junho, 2009. Disponível em Social Science Research Network (SSRN): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1364926. Acesso em: 22/01/2010.
- BREMMER, Ian (2009 a). "State Capitalism Comes of Age". *Foreign Affairs* 88 No. 3. Maio-Junho de 2009. Disponível em HighBeam Research: www.highbeam.com. Acesso em: 14/08/2009.
- BREMMER, Ian (2009 b). "State capitalism and the crisis". *McKinsey Quarterly - Strategy: Globalization*. McKinsey & Company, Julho 2009. Disponível em: www.mckinseyquarterly.com/links/35218. Acesso em: 14/08/2009.
- BREMMER, Ian (2009 c). Question and Answers with Ian Bremmer on State Capitalism. *Foreign Affairs – Discussions: Interviews*. Abril, 2009. Disponível em: <http://www.foreignaffairs.com/discussions/interviews/qa-with-ian-bremmer-on-state-capitalism?page=2>). Acesso em: 14/08/2009.
- BRITISH PETROLEUM (2008). *BP Statistical Review of World Energy*. Junho 2008. Disponível em: <http://www2.iefs.org.sa/whatsnew/Documents/BPStatisticalReview.pdf>. Acesso em: 11/12/2008.
- BURKE, James; EPSTEIN, Gerald; CHOI, Minsik. "Rising Foreign Outsourcing and Employment Losses in US Manufacturing". *Peri Working Papers*, University of Massachusetts Amherst, 2004.
- BUTT, Shams et.al. "Sovereign Wealth Funds: A Growing Global Force in Corporate Finance". *Morgan Stanley: Journal of Applied Corporate Finance*. V. 20, No. 1, 2008, pp. 73-83. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00170.x>. Acesso em: 27/02/09.

- CEPALSTAT (2009). *Estadísticas e Indicadores Econômicos – Sector Externo*, 2009. Disponível em:
<http://websie.eclac.cl/sisgen/ConsultaIntegrada.asp?idAplicacion=6&idTema=119&idIndicador=886&idioma=e>. Acesso em: 24/09/2009.
- CHANG, Ha Joon (2004). *Chutando a escada: A estratégia do desenvolvimento em perspectiva histórica*. São Paulo: Ed. UNESP, 2004.
- CIA WORLD FACTBOOK (2010). *Países selecionados*. Disponível em:
<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>. Acesso em: 12/02/2010.
- COHEN, Benjamin J. (2009). *Sovereign Wealth Funds and National Security: the great tradeoff*. Uc Santa Barbara: Global And International Studies, 2009. Disponível em:
<http://www.escholarship.org/uc/item/1k04g87d>. Acesso em: 25/02/2010.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2008). "A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds". *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and The Committee of the Region*. Bruxelas, 115 provisional, 27 de Fevereiro, 2008. Disponível em:
http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/COM2008_115_en.pdf. Acesso em: 20/01/2010.
- DAVIS, Jeffrey; OSSOWSKI, Rolando; DANIEL, James; BARNETT, Steven (2001). *Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experiences and Fiscal Policy Implications*. International Monetary Fund: Occasion Paper No. 205, 2001. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/nft/op/205/index.htm>. Acesso em: 02/10/2009.
- DEMAROLLE, Alain; JOHANET, Henri (2008). *Rapport sur les fonds souverains*. Paris ; Ministère de L'économie, de L'industrie et de L'emploi, 2008. Disponível em La Documentation Francaise. Bibliotheque Des Rapports Publics:
<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/084000299/index.shtml>. Acesso em: 15/01/2010.

- DOMBROWSKI, Peter. “Haute Finance and High Theory: Recent Scholarship on Global Financial Relations”. In: *Merston International Studies Review*, Vol. 42, No. 1, 1998, pp. 1-28. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1111/1521-9488.00090>. Acesso em: 03/07/2009.
- DOOLEY, Michael; FOLKERTS-LANDAU, David; GARBER, Peter (2003). *An essay on the revived Bretton Woods System*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2003 (NBER Working Paper n. 9971). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w9971>. Acesso em: 22/09/2009.
- DOOLEY, Michael; FOLKERTS-LANDAU, David; GARBER, Peter (2004). *The U.S. Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2003 (NBER Working Paper n. 10727). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w10727>. Acesso em: 22/09/2009.
- DOOLEY, Michael; GARBER, Peter (2005). *Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System*. Brookings Panel on Economic Activity, Mar 31-Apr 1, 2005. Disponível em: http://www.brookings.edu/es/commentary/journals/bpea_macro/forum/papers.htm. Acesso em: 22/09/2009.
- DREZNER, Daniel W. (2008 a). “Sovereign wealth funds and the (in)security of global finance”. *Journal of International Affairs* 62:1, Fall-Winter 2008. Disponível em: <http://www.allbusiness.com/government/public-policy/11706749-1.html>. Acesso em: 14/08/2009.
- DREZNER, Daniel W. (2008 b). “White Whale or Red Herring? Assessing Sovereign Wealth Funds”. *Glasshouse Fórum*, 2008. Disponível em: www.glasshouseforum.org/pdf/GF_drezner_SWF.pdf. Acesso em: 06/03/2009.
- EATWELL, John (1998). *International Financial Liberalisation: the impact on world development*. United Nations Office of Development Studies, UNDP, 1998.
- ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT INDEX OF DEMOCRACY (2009). *Democratic Index*. Sovereign Wealth Fund Institute, 2009. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/research/democracy.php>. Acesso em: 29/11/2008.

- EICHENGREEN, Barry (1996). *Globalizing capital: a History of the International Monetary System*. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1996.
- EICHENGREEN, Barry (2004). *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*. NBER Working Papers 10.497. Washington, DC: National Bureau of Economic Research, 2004. **Disponível em:** www.nber.org/papers/w10497. Acesso em: 22/09/2009.
- ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION – EIA (2010). *Weekly All Countries Spot Price FOB Weighted by Estimated Export Volume (Dollars per Barrel)*, 2010. Disponível em: <http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=WTOTWORLD&f=W>. Acesso em: 17/03/2010.
- ENGLAND, Andrew (2008). “Saudis to launch \$5.3 billion sovereign fund”. In: *Financial Times*. 29 de abril de 2008. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/5073b92c-1585-11dd-996c-0000779fd2ac.html>. Acesso em: 17/03/2009.
- ESCHWEILER, Bernhard; FERNANDEZ, David G (2008). “Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer”. *JP Morgan Research*. Março 2008. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/SWF22May08.pdf. Acesso em: 19/01/2009.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2007). “Sovereign Wealth Funds – A New Class of Investors”. *Financial Stability Review*, December 2007. Disponível em: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialstabilityreview200712en.pdf>. Acesso em: 03/01/2010.
- EVANS-PRITCHARD, Ambrose (2009). “Rússia backs return to Gold Standard to solve financial crisis”. In: *The Daily Telegraph*, 29 de março de 2009. Disponível em: www.telegraph.co.uk/.../Russia-backs-return-to-Gold-Standard-to-solve-financial-crisis.html. Acesso em: 17/10/2009.
- GILPIN, Robert (1975). *U.S. power and multinational: the political economy of foreign direct investment*. New York: Basic, 1975.
- GILPIN, Robert (1987). *The political economy of International Relations*. Princenton, New Jersey: Princenton University Press, 1987.

- GILPIN, Robert (2004). *O desafio do capitalismo global: a economia mundial no século XXI*. Rio de Janeiro: Editora Record, 2004.
- GILSON, Ronald J.; MILHAUPT, Curtis J (2008). “Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism”). *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* No. 355; *Columbia Law and Economics Working Paper* No. 328; *Rock Center for Corporate Governance Working* No. 26. February, 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1095023>. Acesso em: 16/09/2009.
- GOWAN, Peter (2003). *A roleta global: uma aposta faustiana de Washington para a dominação do mundo*. Rio de Janeiro: Editora Record, 2003.
- GREENE, Edward; YEAGER, Brian A. (2008). “Sovereign Wealth Funds – A Measured Assessment”. In: *Capital Markets Law Journal*, Vol. 3, No. 3, 2008. Disponível em: <http://cmlj.oxfordjournals.org/cgi/content/short/3/3/247>. Acesso em: 04/02/2010.
- GRIFFITH-JONES, Stephany; OCAMPO, José Antonio (2008). *Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective*. Paper prepared for the workshop on Sovereign Wealth Funds organized by the Andean Development Corporation. Fevereiro, 2008. Disponível em: <http://www.g24.org/sowf0308.pdf>. Acesso em 01/03/09.
- GRIFFITH-JONES, Stephany; SUNKEL, Osvaldo (1990). *O fim de uma ilusão: as crises da dívida e do desenvolvimento na América Latina*. São Paulo: Brasiliense, 1990.
- GUGLER, Philippe; CHAISSE, Julien (2009). *Sovereign Wealth Funds in the European Union: General trust despite concerns*. Swiss National Centre of Competence in Research. NCCR Trade Working Paper No 2009/4, Janeiro, 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1372014. Acesso em: 25/02/2010.
- HALLIDAY, Fred (2008). “Sovereign Wealth Funds: power vs principle”. *Open Democracy*. 5/03/08. Disponível em: http://www.opendemocracy.net/article/globalisation/global_politics/stolen_wealth_funds. Acesso em: 22/01/2009.
- HALLIDAY, Fred (1994). *Rethinking international relations*. Londres: McMillan, 1994.
- HARVEY, David (2004). *O Novo Imperialismo*. São Paulo: Edições Loyola, 2004.

- HELLEINER, Eric (1995). "Explaining the globalization of financial markets: bringing the states back in". In: *Review of International Political Economy*, 2:2, Primavera de 1995.
- HOGUET, George. "Sovereign Wealth Funds, Special Drawing Rights and the new global financial architecture". In: *Vision: Sovereign Wealth Funds emerging from the financial crisis*. State Street Corporation, Junho de 2009. Disponível em: Acesso em: 13/03/2010.
- IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND (2007 a). "Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund. 20 de outubro de 2007. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/cm/2007/102007a.htm>. Acesso em: 01/03/2010.
- IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND (2007 b). "Financial Market turbulence: Causes, consequences and policies". *Global Financial Stability Report*, Outubro 2007. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/GFSR/2007/02/index.htm>. Acesso em: 12/03/2008
- IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009). *Balance of Payments Statistics (BOP)*, 2009. Disponível em: <http://www.imfstatistics.org/bop/>. Acesso em: 24/09/2009.
- IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009). *International Financial Statistics (IFS)*, 2009. Disponível em: <http://www.imfstatistics.org/imf/>. Acesso em: 24/09/2009.
- IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND FACTSHEETS (2010). *Special Drawing Rights (SDRs)*. January 31, 2010. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm>. Acesso em: 13/03/2010.
- IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND GLOSSARY OF SELECTED FINANCIAL TERMS AND DEFINITIONS (2010). *Special Drawing Right (SDR)*, 2010. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/showTerm.asp#73>. Acesso em: 13/03/2010.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (2008). *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) - Santiago Principles*. International Monetary Fund, Outubro de 2008. Disponível em: www.iwgswf.org/pubs/gapplist.htm. Acesso em: 29/05/2009.
- JEN, Stephen (2007 a), "Sovereign Wealth Funds: What they are and what's happening". *World Economic: The Journal of Current Economic Analysis and Policy*. Vol. 8 No. 4 p1-8.

- Disponível em: <http://www.world-economics-journal.com/Contents/ArticleOverview.aspx?ID=311>. Acesso em: 19/10/2009.
- JEN, Stephen (2007 b). “How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?” *Morgan Stanley Perspectives*, May 4, 2007. Disponível em: <http://www.morganstanley.com/views/perspectives/articles/5089.html>. Acesso em: 10/05/2008.
- JEN, Stephen (2007 c). “The Definition of a Sovereign Wealth Fund”. *Morgan Stanley: Global Economic Forum*. October 26, 2007. Disponível em: <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20071026-Fri.html>. Acesso em: 07/05/2008.
- JOHNSON, Steve (2007). “The Rise of Sovereign Wealth Funds”, IMF Finance and Development, Vol 44, No. 3, Setembro 2007. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/straight.htm>. Acesso em: 23/07/2008.
- KALDOR, N (1939). “Speculation and economy stability”. In: *Review of Economic Studies*, Inglaterra: Bristol, no. 1, 1939. Apud PLIHON, Dominique (1995) . “A ascensão das finanças especulativas”, In: *Revista Economia e Sociedade*, Vol. 5 . Dezembro. 1995.
- KEOHANE, R. & NYE, Joseph S. *Power and Interdependence: world politics in transition*. Boston: Little, Brown and Company, 1977.
- KERN, Steffen. “Sovereign Wealth Funds – state investments on the rise”. *International Topics – Current Issues*. Deutsche Bank Research, Setembro 2007. Disponível em: http://www.db-research.de/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000215270.pdf. Acesso em: 23/02/2008.
- KIMMITT, R. M. “Public footprints in private markets”, In: *Foreign Affairs*, Vol. 87, No. 1, Jan/Fev 2008. Disponível em: <http://www.foreignaffairs.com/articles/63053/robert-m-kimmitt/public-footprints-in-private-markets>. Acesso em: 19/05/2008.
- KUBURI, A. A.; MANSUR, S. “The political economy of Middle East oil”. In: UNDERHILL, G. R.D.; STUBBS, R. *Political economy and the changing world order*. MacMillan, 1994.

- LAWSER, David; BRYANSKI, Gleb (2008). “Putin-No sovereign wealth fund in Russia yet”. *Reuters*, June 30, 2008. Disponível em: <http://www.reuters.com/article/idUSL3028241920080630>. Acesso em: 15/12/2009.
- LEVITT, Kari (1970). *Silent Surrender: the American economy empire in Canada*. New York: Liveright, 1970.
- LINABURG, Carl; MADUELL, Michael (2009). Linaburg-Maduell Transparency Index. *Sovereign Wealth Funds Institute, 4th Quarter 2009*. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/research/transparencyindex.php>. Acesso em: 11/01/2010.
- LINDBLOM, Charles E (1977). *Política e Mercados: os sistemas políticos e econômicos do mundo*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1977.
- LOWERY, C. *Remarks on Sovereign Wealth Funds and the international financial system*. US Department of the Treasury, Junho 2007. Disponível em: <https://treas.gov/press/releases/hp836.htm>. Acesso em 12/07/2008.
- LUCAS, Robert E. (1990). “Why Capital Doesn’t Flow from Rich to Poor Countries?” In: *The American Economic Review*, 80(2), 1990.
- LYONS, Gerald (2007 a). “State capitalism: the rise of sovereign wealth funds”. *Standard Chartered Research Documents*, 2007. Disponível em: <http://research.standardchartered.com/researchdocuments/Pages/ResearchArticle.aspx?&R=50729>.
- LYONS, Gerald (2007 b). “The increasing influence of SWFs”. *Entrevista para Financial Times*, October 19 2007. Disponível em: http://www.ft.com/cms/s/2/03d52500-7cb1-11dc-ae2-0000779fd2ac,dwp_uuid=b03d580a-4ff0-11dc-a6b0-0000779fd2ac.html. Acesso em: 25/03/2009.
- MANDELSON, Peter (2008). “Putting sovereign wealth in perspective”. In: *Speech at OECD Conference*. Paris, 28 de março de 2008. Disponível em: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/08/155&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>. Acesso em: 07/10/2008
- MANN, Michael *Incoherent Empire* Londres: Verso, 2003.

- MARCHICK, David M; SLAUGHTER, Matthew J. (2008). *Global FDI policy: correcting a foreign protectionist drift*. New York: Council on Foreign Relations, 2008. Disponível em: http://www.cfr.org/publication/16503/global_fdi_policy.html. Acesso em: 20/03/2010.
- MATTOO, Aaditya; SUBRAMANIAN, Arvind. "Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: a new role for the World Trade Organization". Working Paper Series. *Peterson Institute for International Economics*: 2008.
- MEDEIROS, Carlos Aguiar de (2006). A China como um duplo pólo na economia mundial e a recentralização da economia asiática. *Revista Economia Política*, São Paulo, v. 26, n. 3, Set. 2006. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572006000300004&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 11/01/2009.
- MEDEIROS, Carlos Aguiar de. "A economia política da internacionalização sob liderança dos EUA: Alemanha, Japão e China". In: FIORI, J. L (org.). *O poder Americano*. RJ, Petrópolis: Ed. Vozes, 2004, pp. 139-177.
- MIRACKY, William F; BORTOLOTTI, Bernardo (orgs.) (2009). *Weathering The Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*. Monitor Group; Fondazione Eni Enrico Mattei, 2009. Disponível em: http://www.monitor.com/Portals/0/MonitorContent/imported/MonitorUnitedStates/Articles/PDFs/Monitor-FEEM_SWF_Weathering_the_Storm_04_2009.pdf. Acesso em: 14/01/2010.
- MIRACKY, William; DYER, Davis; FISHER, Drostén; GOLDNER, Tony; LAGARDE, Loic; PIEDRAHITA, Victor (2008). *Assessing the risks, the behaviors of sovereign wealth funds in the global economy*. Monitor: Economic Development and Security, June 4, 2008. Disponível em: www.monitor.com/tabid/69/.../Default.aspx. Acesso em: 26/04/2009.
- MONK, Ashby H. B (2008). *Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance*. University of Oxford, Draft Paper, 1 de Maio, 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1134862>. Acesso em: 24/11/2009.
- MORRIS, Charles (2008). *O crash de 2008: Dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito*. São Paulo: Aracati, 2009.

- MOSHIRIAN, Fariborz (2008). *Sovereign Wealth Funds and Sub-Prime Credit Problems*. University of New South Wales (UNSW) - School of Banking and Finance, Working Paper Series, 29 de Setembro, 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1275226>. Acesso em: 24/11/2009.
- MURPHY, Craig; TOOZE, Roger (orgs.) (1991). *The New international political economy*. Colorado: Lynne Rienner Publishers, Boulder: 1991.
- NOYER, Christian. “Foreign reserve accumulation – some systemic implications”. Speech at the Salzburg Global Seminar, Salzburg, 1 October 2007. Disponível em: <http://www.bis.org/review/r071024a.pdf>. Acesso em: 29/06/2009.
- NSOULI, Saleh M. “Petrodollar Recycling And Global Imbalances”. *Presentation at the CESifo's International Spring Conference*. International Monetary Fund, March 23-24, 2006. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2006/032306a.htm>. Acesso em: 16/07/2009.
- NUGÉE, John (2009). “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, Junho de 2009. Disponível em: http://www.statestreet.com/vision/downloads/Vision_SovereignWealth_2009_IV-1.pdf. Acesso em: 13/03/2010.
- OBSTFELD, Maurice; SHAMBAUGH, Jay; TAYLOR, Alan M. (2008). “Financial Stability, The Trilemma and International Reserves”. CEPR Discussion Paper No. DP6693. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1141015. Acesso em: 14/05/2009.
- OCAMPO, J.A (2007). “The Instability and Inequities of the Global Reserve System”, *DESA Working Paper* No. 59, November, 2007. Disponível em: http://www.un.org/esa/desa/papers/2007/wp59_2007.pdf. Acesso em: 17/05/2009.
- OECD - ORGANIZATION FOR ECONOMIC AND CO-OPERATION DEVELOPMENT (2010). *Members and partners: OECD's 30 members*, 2010. Disponível em: http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36761800_1_1_1_1_1,00.html. Acesso em: 12/01/2010.

- OECD - ORGANIZATION FOR ECONOMIC AND CO-OPERATION DEVELOPMENT
(2008 a). “Message By The OECD Secretary-General to the International Monetary and Financial Committee, 11 October 2008, Washington”. *In: Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries - Working Together to Maintain And Expand Freedom Of Investment*. OECD Investment Division – Secretariat of the OECD Investment Committee, Outubro de 2008. Disponível em: www.oecd.org/dataoecd/0/23/41456730.pdf. Acesso em: 24/07/2009.
- OECD - ORGANIZATION FOR ECONOMIC AND CO-OPERATION DEVELOPMENT
(2008 b). “OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies”. *In: Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries - Working Together to Maintain And Expand Freedom Of Investment*. OECD Investment Division – Secretariat of the OECD Investment Committee, Outubro de 2008. Disponível em: www.oecd.org/dataoecd/0/23/41456730.pdf. Acesso em: 24/07/2009.
- OECD - ORGANIZATION FOR ECONOMIC AND CO-OPERATION DEVELOPMENT
(2008 c). “OECD Guidelines for Recipient Country Investment Policies relating to National Security”. *In: Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries - Working Together to Maintain And Expand Freedom Of Investment*. OECD Investment Division – Secretariat of the OECD Investment Committee, Outubro de 2008. Disponível em: www.oecd.org/dataoecd/0/23/41456730.pdf. Acesso em: 24/07/2009.
- OECD - ORGANIZATION FOR ECONOMIC AND CO-OPERATION DEVELOPMENT
(2008 d). “OECD General Investment Policy Principles”. *In: Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries - Working Together to Maintain And Expand Freedom Of Investment*. OECD Investment Division – Secretariat of the OECD Investment Committee, Outubro de 2008. Disponível em: www.oecd.org/dataoecd/0/23/41456730.pdf. Acesso em: 24/07/2009.
- PARK, Donghyun (2008). “Capital Outflows, Sovereign Wealth Funds, and Domestic Financial Instability in Developing Asia”. *Asia Development Bank Economics Working Paper Series*. No. 129, Outubro 2008. Disponível em: <http://www.adb.org/Documents/Working-Papers/2008/Economics-WP129.pdf>. Acesso em: 03/03/2009.
- PLIHON, Dominique (1991). *Les taux de Chang*. Paris: La Découverte, 1991.
- PLIHON, Dominique (1995). “A ascensão das finanças especulativas”, In: Revista *Economia e Sociedade*, Vol. 5. Dezembro. 1995.

- PORTMAN, Christopher (2008). “The economic significance of sovereign wealth funds”. In: *Economic Outlook*. Oxford Economics, Janeiro de 2008. Disponível em: <http://www.oef.com/Free/pdfs/swf%28jan08%29.pdf>. Acesso em: 02/07/08.
- PRASAD, Eswar; ROGOFF, Kenneth; WEI, Shang-Jin; KOSE, Ayhan (2003). *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*. International Monetary Fund, Occasional Paper No. 220, 3 de setembro, 2003. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.pdf>. Acesso em: 15/06/2008.
- PRENTICE, Daniel (2004). “Bargaining in the Shadow of the Enterprise Act 2002”. In: *European Business Organization Law Review*, No. 5, pp 153-158. Cambridge University Press, 2004. Disponível em: <http://journals.cambridge.org/action/displayFulltext?type=1&fid=217334&jid=EBR&volumeId=5&issueId=01&aid=217333>. Acesso em: 07/04/2009.
- PROPOSED REGULATIONS (2008). *Regulations Pertaining to Mergers, Acquisitions and Takeovers by Foreign Persons*. Department of Treasury, 2008. Disponível em: http://www.treas.gov/press/releases/reports/proposed_regulations42108.pdf. Acesso em: 21/05/2009.
- RAYMOND, Hélène (2009). “V – Les fonds souverains”. In: *L'économie mondiale 2010*. Bases de données, La Découverte, Repères, Paris, 2009.
- REDIKER, Douglas; CREBO-REDIKER, Heidi. “Foreign Investment and Sovereign Wealth Funds”. *New America Foundation - Global Strategic Finance Initiative*. Working Paper No. 1 Setembro, 2007. Disponível em: <http://www.newamerica.net/files/GSFIWorkingPaper1.pdf>. Acesso em: 06/02/2009.
- RODRIK, Dani (2006). “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves”. *NBER Working Paper Series*, Working Paper 11952. National Bureau of Economic Research, 2006. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w11952>. Acesso em: 05/11/2008.
- ROUBINI, Nouriel; SETSER, Brad (2005). *Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006*. Federal Reserve Bank of San Francisco, Fevereiro de 2005. Disponível em: <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/Roubini.pdf>. Acesso em: 25/10/2009.

- ROZANOV, Andrew (2005). *Who holds the wealth of nations?* State Street Global Advisors, Agosto de 2005. Disponível em: <http://www.libertyparkusafd.org/lp/Hancock/Special%20Reports/Sovereign%20Wealth%20Funds/Who%20Owns%20the%20Wealth%20of%20Nations%20-%202005.pdf>. Acesso em: 04/12/2009.
- ROZANOV, Andrew (2009). “Long-term consequences of the financial crisis for Sovereign Wealth Funds”. In: *Vision: Sovereign Wealth Funds emerging from the financial crisis*. State Street Corporation, Junho de 2009. Disponível em: http://www.statestreet.com/vision/downloads/Vision_SovereignWealth_2009_IV-1.pdf. Acesso em: 13/03/2010.
- SENDER, Henry; DICKIE, Mure (2008). “China fears scupper \$2bn deal for 3Com”. *Financial Times*, 20 February 2008. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/0b3e3988-dfe6-11dc-8073-0000779fd2ac.html>. Acesso em: 15/07/2009.
- SETSER, Brad; ZIEMBA, Rachel (2007). “Understanding the New Financial Superpower – The Management of GCC Official Foreign Assets”. Roubini Global Economics Service Monitor. Dez 2007. Disponível em: http://www.cfr.org/publication/15206/understanding_the_new_financial_superpower_the_management_of_gcc_official_foreign_assets.html. Acesso em: 27/02/09.
- SETSER, Brad; ZIEMBA, Rachel (2009). “Gulf Cooperation Council (GCC) Sovereign Wealth Funds: Reversal of Fortune”. *Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies*, Janeiro 2009. Disponível em: http://www.cfr.org/publication/18017/gcc_sovereign_funds.html. Acesso em: 01/03/09.
- SEZNEC, Jean-François (2008). “The Gulf Sovereign Wealth Funds: Myths and Reality”. *Middle East Policy*. V.15, No. 2, 2008, pp. 97-110. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-4967.2008.00352.x>. Acesso em: 27/02/2009.
- SINGH, Kavaljit. *Frequently Asked Questions About Sovereign Wealth Funds*. Public Interest Research Centre and The Corner House, Outubro 2008. Disponível em: <http://www.thecornerhouse.org.uk/summary.shtml?x=562749>. Acesso em: 03/03/2009.

- SOVEREIGN WEALTH NEWSLETTER (2010). *Sovereign Wealth Fund Institute*, Volume #66 - March 2010. Disponível em : http://r20.rs6.net/tn.jsp?et=1103154224128&s=1757&e=001L_tC2Gp8U6MLFKSoIazBD1qiRevK_8sJUMjejbtY4evuLO0sIwc-zDvXenXHayGOBtM2lZMblID5qMEt_X3oQ7qkVmVVhBjyhOugmiBNYKAAzkhMiWzBA==]. Acesso em: 08/03/2010.
- STOPFORD, John M.; STRANGE, Susan; HENLEY, John S. (1995). *Rival States, Rival Firms: competition for world market shares*. Cambridge: Cambridge University Press, 1995.
- STRANGE, S. *States and markets: an introduction to international political economy*. London: Frances Pinter, 1988.
- STRANGE, Susan (1970). “International economics and international relations: a case of mutual neglect”. In *International Affairs* No. 46, Vol 2 (April): 304 – 315, 1970. Disponível em: www.jstor.org/stable/2613829. Acesso em: 01/06/2009.
- STRANGE, Susan (1982). “Cave! Hic dragones: a critique of regime analysis”. In: *International Organization* No. 36 Vol. 2 Spring 1982. Disponível em: www.jstor.org/stable/2706530. Acesso em: 01/06/2009.
- STRANGE, Susan (1986). “*Cassino Capitalism*”. Reino Unido: Basil Blackwell, 1997, 2ª Edição.
- STRANGE, Susan (1998 a). *Mad Money*. Manchester: Manchester University Press, 1998.
- STRANGE, Susan (1998 b). “What Theory? The Theory in Mad Money”. *Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation CSGR Working Paper* No 18. Coventry: University of Warwick, 1998. Disponível em: <http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/csgr/research/.../1998/wp1898.pdf>. Acesso em: 12/02/2009.
- STRANGE, Susan (1999). “The Westfailure System”. *Review of International Studies* Vol. 25, No.3, Julho, 1999, pp. 345 - 354. Disponível em: <http://journals.cambridge.org/action/displayFulltext?type=1&fid=33724&jid=RIS&volumeId=25&issueId=03&aid=33723>. Acesso em: 12/02/2009.

- STRANGE, Susan. "Political economy and international relations". In: *International Relations Theory Today*. Cambridge: Polity Press, 1995.
- STRANGE, Susan. *The retreat of the State: the diffusion of power in the world economy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.
- SUMMERS, Lawrence (2007). "Funds that shake capitalist logic". *Financial Times – Columnists*. 29 de Julho, 2007. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/2/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac.html>. Acesso em: 02/08/2008.
- SWF - SOVEREIGN WEALTH FUNDS INSTITUTE (2008). *Subprime Report - Cash Infusions*. 26 de Janeiro, 2008. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/research/subprimereport.php>. Acesso em: 27/11/2009.
- SWF - SOVEREIGN WEALTH FUNDS INSTITUTE (2010 a). *About Sovereign Wealth Funds: What is a Sovereign Wealth Fund?* 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/swf.php>. Acesso em: 12/02/2010.
- SWF - SOVEREIGN WEALTH FUNDS INSTITUTE (2010 b). *List of Sovereign Wealth Funds*. 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/swf.php>. Acesso em: 12/02/2010.
- TAVARES, Maria da Conceição (1997). "A retomada da hegemonia norte-americana". In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís (org.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ. Editora Vozes, 1997.
- TAVARES, Maria da Conceição; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (2004). "A Mundialização do Capital e a Expansão do Poder Americano". In: FIORI, José Luís (org.) *O Poder Americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.
- TERZIAN. *OPEC: The inside story*. London: Zed Books Ltd, 1985.
- TRIFFIN, Robert (1964). *The Evolution of the International Monetary System* Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1964. Apud STRANGE, Susan (1999). "The Westfailure System". *Review of International Studies* Vol. 25, No.3, Julho, 1999, pp. 345 - 354. Disponível em: <http://journals.cambridge.org/action/displayFulltext?type=1&fid=33724&jid=RIS&volumeId=25&issueId=03&aid=33723>. Acesso em: 12/02/2009.

- TRUMAN, Edwin M (2007). “A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds”. *Peterson Institute for International Economics*. Policy Brief PB07-6, Agosto 2007. Disponível em: www.iie.com/publications/papers/truman1007swf.pdf. Acesso em: 12/10/2008.
- TRUMAN, Edwin M (2008). *Sovereign Wealth Funds: New Challenges from a Changing Landscape*. Testimony before the Subcommittee on Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, Financial Services Committee, US House of Representatives, 10 de Setembro, 2008. Disponível em: <http://www.iie.com/publications/papers/truman0908.pdf>. Acesso em: 30/07/2009.
- US GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (2008). *Investment-Laws and Policies Regulating Foreign Investment in 10 Countries*. GAO Report 08-320, Fevereiro 2008. Disponível em: <http://www.gao.gov/new.items/d08320.pdf4>. Acesso em: 01/02/2010.
- VANDORE, Emma (2008). “France to Create Sovereign Fund”. *AP NEWS (Paris)*, 23 de Outubro, 2008. Disponível em: http://www.blnz.com/news/2008/10/23/France_create_sovereign_fund_4890.html. Acesso em: 21/11/2009.
- WEISS, Martin A (2008). “Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress”. *Congressional Research Service – Report for Congress*. Março 2008. Disponível em: <http://fpc.state.gov/documents/organization/110750.pdf>. Acesso em: 01/03/2009.
- WOLF, Charles, Jr (1994). “The new mercantilism”. *The Public Interest*. The National Affairs, Inc. 1994. Disponível em HighBeam Research: <http://www.highbeam.com>. Acesso em: 13/10/2009.
- WONG, Anthony. “Sovereign Wealth Funds and the Problem of Asymmetric Information: The Santiago Principles and International Regulations”. In: *Brooklyn Journal of International Law*. Vol 34 No 3, 2009, pp. 1081-1108. Disponível em: <http://www.brooklaw.edu/en/IntellectualLife/LawJournals/Brooklyn%20Journal%20of%20International%20Law/Volumes/Volume%2034/Issue3.aspx>. Acesso em: 17/01/2010.

ZIEMBA, Rachel (2007). *Responses to Sovereign Wealth Funds: Are 'Draconian' Measures on the Way?* RGE Monitor: Roubini Global Economics Service, November 2007. Disponível em: <http://media.rgemonitor.com/papers/0/SWFPolicy.pdf>. Acesso em: 27/02/2009.

ZIEMBA, Rachel (2008). *So, what are Sovereign Wealth Funds Targeting? Assessing benchmarks.* Roubini Global Economics: RGE Monitor, 2008. Disponível em: http://www.roubini.com/analyst-monitor/241718/so_what_are_sovereign_wealth_funds_targeting_assessing_benchmarks. Acesso em: 23/07/2009.

Referências específicas dos FSR

ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY WEBSITE. Disponível em: <http://www.adia.ae/>. Acesso em: 10/01/2010.

ALASKA PERMANENT FUND CORPORATION WEBSITE. Disponível em: <http://www.apfc.org/home/Content/home/index.cfm>. Acesso em: 10/01/2010.

BANCO CENTRAL DE CHILE WEBSITE. Disponível em: <http://www.bcentral.cl/eng/>. Acesso em: 10/01/2010.

BRUNEI MINISTRY OF FINANCE WEBSITE. *Brunei Investment Agency*. Disponível em: <http://www.mof.gov.bn/English/BIA/Pages/default.aspx>. Acesso em: 10/01/2010.

CENTRAL BANK OF THE ISLAMIC REPUBLIC OF IRAN WEBSITE. Disponível em: http://www.cbi.ir/default_en.aspx. Acesso em: 10/01/2010.

CHINA INVESTMENT CORPORATION WEBSITE. Disponível em: <http://www.china-inv.cn/cicen/>. Acesso em: 10/01/2010.

DUBAI INTERNATIONAL CAPITAL WEBSITE. Disponível em: <http://www.dubaiic.com/>. Acesso em: 10/01/2010.

FONDS DE RESERVE POUR LES RETRAITES WEBSITE. Disponível em: <http://www.fondsdereserve.fr/spip.php?article128>. Acesso em: 10/01/2010.

GOBIERNO BOLIVARIANO DE VENEZUELA. *El Fondo de Desarrollo Nacional S.A.*. Ministerio del Poder Popular para Economía y Finanzas. Disponível em: <http://www.fonden.gob.ve/>. Acesso em: 10/01/2010.

GOVERNMENT OF ALBERTA – FINANCE AND ENTERPRISE WEBSITE. *Heritage Fund Information*. Disponível em: <http://www.finance.alberta.ca/business/ahstf/index.html>. Acesso em: 10/01/2010.

GOVERNMENT OF SINGAPORE INVESTMENT CORPORATION WEBSITE. Disponível em: <http://www.gic.com.sg/>. Acesso em: 10/01/2010.

ISTITHMAR WORLD WEBSITE. Disponível em: <http://www.istithmarworld.com/en>. Acesso em: 10/01/2010.

KHAZANAH NASIONAL WEBSITE. Disponível em: <http://www.khazanah.com.my/>. Acesso em: 10/01/2010.

KINDGOM OF SAUDI ARABIA. MINISTRY OF FINANCE WEBSITE. *Public Investment Fund (PTF)*. Disponível em: http://www.mof.gov.sa/en/docs/ests/sub_invbox.htm. Acesso em: 10/01/2010.

KINGDOM HOLDING COMPANY (KHC) WEBSITE. Disponível em: <http://www.kingdom.com.sa>. Acesso em: 10/01/2010.

KIRIBATI MINISTRY OF FINANCE AND ECONOMIC DEVELOPMENT WEBSITE. Disponível em: <http://www.mfep.gov.ki/>. Acesso em: 10/01/2010.

KOREA INVESTMENT CORPORATION WEBSITE. Disponível em: <http://www.kic.go.kr/en/?mid=co01>. Acesso em: 10/01/2010.

KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY OFFICIAL WEBSITE. Disponível em: <http://www.kia.gov.kw/En/Pages/default.aspx>. Acesso em: 10/01/2010.

LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY WEBSITE. Disponível em: <http://www.lia.ly/>. Acesso em: 10/04/2010.

MINISTRY OF FINANCE OF THE RUSSIAN FEDERATION WEBSITE. *Stabilization Fund of the Russian Federation*. Disponível em: <http://www1.minfin.ru/en/stabfund/>. Acesso em: 10/01/2010.

MUBADALA WEBSITE. Disponível em: <http://www.mubadala.com/>. Acesso em: 10/01/2010.

NORGES BANK WEBSITE. Disponível em: http://www.norges-bank.no/default_25991.aspx. Acesso em: 10/01/2010.

QATAR INVESTMENT AUTHORITY WEBSITE. Disponível em: <http://www.qia.qa/qia/index.html>. Acesso em: 10/01/2010.

QUEENSLAND INVESTMENT CORPORATION (QIC) WEBSITE. Disponível em: <http://www.qic.com.au/default.aspx>. Acesso em: 10/01/2010.

STATE GENERAL RESERVE FUND WEBSITE. Disponível em: <http://www.sgrf.gov.om/>. Acesso em: 10/01/2010.

State Oil Fund (SOFAZ) OF THE REPUBLIC OF AZERBAIJAN WEBSITE. Disponível em: <http://www.oilfund.az/en>. Acesso em: 10/01/2010.

TEMASEK HOLDINGS WEBSITE. Disponível em: <http://www.temasekholdings.com.sg/>. Acesso em: 10/01/2010.

Lista de FSR do SWF – Sovereign Wealth Funds Institute

ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/adia.php>

ALGERIA - REVENUE REGULATION FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/algeria.php>.

AUSTRALIAN FUTURE FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/australia.php>.

AZERBAIJAN - STATE OIL FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/azerbaijan.php>.

BRUNEI INVESTMENT AGENCY. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/brunei.php>.

CANADA - ALBERTA'S HERITAGE FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/alberta.php>

CHILE - PR & ES FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/chile.php>

CHINA INVESTMENT CORPORATION. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/cic.php>

FRANCE - STRATEGIC INVESTMENT FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/france.php>

IRAN - OIL STABILISATION FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/iran.php>

KAZAKHSTAN NATIONAL FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/kazakhstan.php>

KIRIBATI - REVENUE EQUALIZATION RESERVE FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/kiribati.php>

KOREA INVESTMENT CORPORATION. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/korea.php>

KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/kuwait.php>

LIBYAN INVESTMENT AUTHORITY. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/libya.php>

MALAYSIA - KHAZANAH NASIONAL. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/malaysia.php>

NORWAY - GOVERNMENT PENSION FUND – GLOBAL. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/norway.php>

OMAN - STATE GENERAL RESERVE FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/oman.php>

QATAR INVESTMENT AUTHORITY. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/qatar.php>

SAUDI ARABIA - PUBLIC INVESTMENT FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/saudipif.php>

SINGAPORE – GIC. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/gic.php>

SINGAPORE - TEMASEK HOLDINGS. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/temasek.php>

UAE - INVESTMENT CORPORATION OF DUBAI. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/dubai.php>

UAE - MUBADALA DEVELOPMENT COMPANY. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/mubadala.php>

USA - ALASKA PERMANENT FUND. *List of Sovereign Wealth Funds*. Wealth Fund Institute, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/alaska.php>

Referências consultadas

AIZENMAN, Joshua; GLICK, Reuven (2008). “Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance”. *The San Francisco Federal Reserve Working Paper*, December 2008. Disponível em: <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2008/wp08-33bk.pdf>. Acesso em: 15/11/2009.

AIZENMAN, Joshua; RIERA-CRICHTON, Daniel (2006). "Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration". In: *NBER Working Papers* 12363, National Bureau of Economic Research, 2006. Disponível em: <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/12363.html>. Acesso em: 25/11/2008.

AKYÜZ, Yilmaz (2008). “Financial Instability and Countercyclical Policy”. Background paper for World Economic and Social Situation (WESS) 2008, Agosto 2008. Disponível em: www.un.org/esa/policy/wess/wess2008files/ws08backgroundpapers/akyuz_aug08.pdf. Acesso em: 01/03/2009.

- AMSTERDAM, Robert (2008). “Why Should We Worry about Russia's Sovereign Wealth Fund?”. *Perspectives on global politics and business*. 06/03/08. Disponível em: http://www.robertamsterdam.com/2008/03/why_should_we_worry_about_russ.htm
- AZEVEDO, Rodrigo Luiz Sias (2008 a). “O Estado como Investidor: Um Panorama dos Fundos Soberanos”. *BNDES: Sinopse Internacional*. Nº 10 – Setembro 2008, pp. 19-19
- AZEVEDO, Rodrigo Luiz Sias. (2008 b) “O Fundo Soberano Brasileiro e suas implicações para a política econômica”. *Revista do BNDES*, V. 15, N. 30, Dezembro 2008, p. 93-127.
- BACKER, Larry Catá (2009). “Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience”. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1444190. Acesso em: 03/02/2010.
- BACKER, Larry Caté (2009). “Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance Through Private Global Investment”. *Georgetown Journal of International Law*, Vol. 41, No. 2, May 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1374880. Acesso em: 15/11/2009.
- BALDING, Christopher (2009). *Framing Sovereign Wealth Funds: What We Know and Need to Know*. Social Science Research Network, January 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1335556. Acesso em: 15/11/2009.
- BALIN, Bryan J. (2009). *Sovereign Wealth Funds: A Critical Analysis*. Johns Hopkins University - Paul H. Nitze School of Advanced International Studies (SAIS). Working Paper Series, September 23, 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1477725. Acesso em: 17/11/2009.
- BERNSTEIN, Shai; LERNER, Josh; SCHOAR Antoinette (2009). *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*. Harvard Business School Finance Working Paper No. 112, 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1370112. Acesso em: 03/02/2010.

- BERNSTEIN, Shai; LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette (2009). *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*. Harvard Business School, March 2009. Disponível em <http://www.hbs.edu/research/pdf/09-112.pdf>. Acesso em: 15/11/2009.
- BRAUNSTEIN, Juergen (2009). *Sovereign Wealth Funds: The Emergence of State Owned Financial Power Brokers*. The Australian National University, University of Vienna, Working Paper Series, January 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1452797. Acesso em: 18/11/2009.
- CHHAOCHHARIA, Vidhi; LAEVEN, Luc (2009). *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*. Social Science Research Network, July 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262383. Acesso em: 15/11/2009.
- CLARK, Gordon L.; MONK, Ashby H. B (2009). *The Oxford Survey of Sovereign Wealth Funds' Asset Managers*. Oxford University Center for the Environment and University of Oxford, Working Paper Series, 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1432078. Acesso em: 16/11/2009.
- DAS, Udaibir; LU, Yinqiu; MULDER, Christian; SY, Amadou N. R (2009). *Setting Up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations*. IMF Working Paper, No. 09/179, 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1489652. Acesso em: 18/11/2009.
- ENGLAND, Andrew (2008). "Paulson keen to attract Gulf wealth funds". In: *Financial Times*, 2 June 2008. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/c7ad7ec2-30d0-11dd-bc93-000077b07658.html>. Acesso em: 17/03/2009.
- EPSTEIN, Richard A.; ROSE, Amanda M (2009). *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*. University of Law & Economics, Olin Working Paper No. 469, 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1394370. Acesso em: 17/12/2009.
- FARRELL, Dianna; LUND, Susan; GELERMANN, Eva; SEEBURGER, Peter (2007). "The new power brokers: How oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity are shaping Global Capital Markets". *McKinsey Global Institute*, Outubro. 2007. Disponível em:

- [http://www.mckinsey.com/mgi/publications/The New Power Brokers/](http://www.mckinsey.com/mgi/publications/The_New_Power_Brokers/). Acesso em 01/03/09.
- FED – Federal Reserve Bank (2008). “*Flow of Funds*”. Washington, D.C., 2008. Apud BLACKBURN, Robin. “The subprime crisis”. In: *New Left Review* no. 50, Mar-Abr 2008, pp. 63-106. Disponível em: <http://www.newleftreview.org/?getpdf=NLR28403&pdflang=en>. Acesso em: 09/10/2008.
- FERNANDES, Nuno G (2009). *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications Around the World*. EFA 2009 Bergen Meetings Paper, February 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1341692. Acesso em: 15/11/2009.
- FERNANDES, Nuno G; BRIS, Arturo (2009). “Managing in a downturn: Sovereign wealth revalued”. *Financial Times Special Report*, 12 February 2009. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/2c8e3874-f7d0-11dd-a284-000077b07658.html>. Acesso em: 14/11/2009.
- GIEVE, John (2008). *Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances*. Speech at the Sovereign Wealth Management conference in London. 14 March 2008. Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2008/speech339.pdf>. Acesso em: 14/11/2009.
- GUHA, Krishna (2008). “Sovereign funds back code”. *Financial Times - Investments*. 03/09/08. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/16cffd0a-7950-11dd-9d0c-000077b07658.html>. Acesso em: 13/02/09.
- HAMMER, Cornelia; KUNZEL, Peter; PETROVA, Iva K (2008). *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*. IMF Working Paper No. 08/254, 2008. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1316722. Acesso em: 16/01/2010.
- JEN, Stephen; ANDREOPOULOS, Syros (2008). “SWFs: Growth Tempered - US\$10 Trillion by 2015”. *Morgan Stanley: Global Economic Forum*, November 2008. Disponível em: <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2008/20081110-Mon.html#anchor7146>. Acesso em: 14/11/2009.

- JOHNSON, Steve (2009). “SWFs ‘lose their appetite’”. *Financial Times - Investments*. 15/02/09. Disponível em: http://www.ft.com/cms/s/737e845c-fa03-11dd-9daa-000077b07658,dwp_uuid=b2e7f792-b6a6-11db-8bc2-0000779e2340,print=yes.html. Acesso em: 15/02/09.
- KARAKE-SHALHOUB, Zeinab (2008). “Private equity, Islamic finance, and sovereign wealth funds in the MENA region”. *Thunderbird International Business Review*, V. 50, No. 6, 2008, pp. 359-368. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1002/tie.20223>. Acesso em: 27/02/2009.
- KELLER, Amy D. (2008). “Sovereign Wealth Funds: Trustworthy Investors or Vehicles of Strategic Ambition?”. *Georgetown Journal of Law & Public Policy*, Vol. 7, No. 1, 2008. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1264349. Acesso em: 17/11/2009.
- KERR, Simeon (2007). “Sovereign wealth funds: power magnifies as petrodollar gains round”. In: *Financial Times*. 19 de novembro de 2007. Disponível em: http://www.ft.com/cms/s/0/c31f62f0-9691-11dc-b2da-0000779fd2ac.html?nclink_check=1 Acesso em 27/01/2008.
- LE BORGNE, Eric; MEDAS, Paulo (2008). *Sovereign Wealth Funds in the Pacific Island Countries: Macro-Fiscal Linkages*. IMF Working Paper No. 07/297, January 2008. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07297.pdf>. Acesso em: 16/11/2009.
- MARKHEIM, Daniella; MILLER, Terry; KIM, Anthony B (2007). “Sovereign Wealth Funds No Cause for Panic”. *Webmemo, The Heritage Foundation*. No. 1713, Novembro 2007. Disponível em: http://www.heritage.org/research/economy/upload/wm_1713.pdf. Acesso em: 12/07/08.
- MARTIN, Michael F (2008). “China's Sovereign Wealth Fund” . *CRS Report for Congress*. January 2008. Disponível em: <http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34337.pdf>. Acesso em: 14/11/2009.
- MAUCK, April M.; LEE, Bong-Soo; KNILL, Nathan (2009). “*Sleeping with the Enemy*” or “*An Ounce of Prevention*”: *Sovereign Wealth Fund Investments and Market Destabilization*.

- Social Science Research Network, January 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1328045. Acesso em: 15/11/2009.
- MEGGINSON, Veljko; BORTOLOTTI, Bernardo; FOTAK, William L (2008). *The Financial Impact of Sovereign Wealth Fund Investments in Listed Companies*. Social Science Research Network, September 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1108585>. Acesso em: 16/11/2009.
- PAULSON, Anna L (2009). “Raising capital: The role of sovereign wealth funds”. *Chicago Fed Letter*, No. 256, February 2009. Disponível em: http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/chicago_fed_letter/2009/cfljanuary2009_258.pdf. Acesso em: 14/11/2009.
- PETROVA, Iva K; BROWN, Aaron; PAPAIOANNOU, Michael G (2009). *Macrofinancial Linkages of the Strategic Asset Allocation of Commodity-Based Sovereign Wealth Funds*. IMF Working Paper No. 10, 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1537518. Acesso em: 03/02/2010.
- PING, Xie; CHAO Chen (2009). *The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds*. Social Science Research Network, June 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1262383. Acesso em: 15/11/2009.
- PLOTKIN, Mark E. (2008) “Foreign Direct Investment by Sovereign Wealth Funds”. *The Yale Law Journal*, No. 118, November 2008. Disponível em: <http://yalelawjournal.org/images/pdfs/718.pdf> ([link to pdf](#))
- RAUTAVA, Jouko (2008). “Sovereign wealth funds arouse political passions”. *Focus Opinion/Expert Review*. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, BOFIT. Fev. 2008. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/research/focus0208e.pdf>. Acesso em: 12/08/08.
- ROSE, Paul (2008). “Sovereign Wealth Funds: Active or Passive Investors?”. *Yale Law Journal Pocket Part*, Vol. 118, p. 104, 2008. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1307182. Acesso em: 17/11/2009.
- ROSE, Paul (2008). “Sovereigns as Shareholders”. *North Carolina Law Review*, Vol. 87, Fall 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1102254>. Acesso em: 16/11/2009.

- SENDER, Henny (2009). "Mideast funds fret over US Treasuries". *Financial Times - Investments*. 17/02/09. Disponível em: http://www.ft.com/cms/s/464dd814-fc8f-11dd-aed8-000077b07658,dwp_uuid=b03d580a-4ff0-11dc-a6b0-0000779fd2ac,print=yes.html. Acesso em: 17/02/09.
- SHEMIRANI, Manda (2009). "Investor States and the Rise of Sovereign Wealth Funds (SWFs)". *ISA South Conference*. Old Dominion University, Working Paper Series, October 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1523935. Acesso em: 03/02/2010.
- SHEMIRANI, Manda (2009). "Sovereign Wealth Funds: The False Promise of Transparency". *Infinity Journal*, Vol. 1, No. 5, 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1524263. Acesso em: 17/11/2009.
- SHLEIFER, Andrei (2003). "Will The Sovereign Debt Market Survive?". *National Bureau Of Economic Research Working Paper 9493*, Fevereiro, 2003. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w9493>. Acesso em: 02/04/08
- STRANGE, Susan (1998). "Defending Benign mercantilism". In *Journal of Peace Research* Vol. 25, No. 3 (Autumn), Setembro de 1988, pp. 273 - 277.
- SUN, Tao; HESSE, Heiko (2009). *Sovereign Wealth Funds and Financial Stability - An Event Study Analysis*. IMF Working Paper No. 09/239, October 2009. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1503161. Acesso em: 14/11/2009.
- TESLIK, Lee Hudson (2009). "Backgrounder: Sovereign wealth funds". *Council on Foreign Relations*. 28/02/09. Disponível em: <http://www.cfr.org/publication/15251/>. Acesso em: 08/03/09.
- TONELSON, Alan (2008). *The Rise of Sovereign Wealth Funds: Impacts on US Foreign Policy and Economic Interests*. Testimony before the U.S. China Economic and Security Review Commission hearing on the Implications of Sovereign Wealth Fund Investments for National Security. 9 February 2008. Disponível em: http://www.uscc.gov/hearings/2008hearings/written_testimonies/08_02_07_wrts/08_02_07_tonelson_statement.php. Acesso em: 14/11/2009.

- TRUMAN, E. M. (2007) “Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability”. *Peterson Institute for International Economics*. Policy Brief PB07-6, Agosto 2007. Disponível em: <http://www.iie.com/publications/pb/pb07-6.pdf>. Acesso em: 12/10/08.
- TRUMAN, Edwin M. (2008). *The Rise of Sovereign Wealth Funds: Impacts on US Foreign Policy and Economic Interests*. Testimony before the Committee on Foreign Affairs. US House of Representatives, 21 May 2008. Disponível em: www.iie.com/publications/papers/truman0508.pdf . Acesso em: 14/11/2009.
- TUCKER, Sundeep (2009). “Sovereign wealth funds set to revive investing”. *Financial Times - Investments*. 16/02/09. Disponível em: http://www.ft.com/cms/s/d112c57e-fc51-11dd-aed8-000077b07658.dwp_uuid=b03d580a-4ff0-11dc-a6b0-0000779fd2ac,print=yes.html. Acesso em: 16/02/09.
- U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY (2007). “*Sovereign wealth funds*”. Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies, Annex III. *Office of International Affairs*, Junho 2007. Disponível em <http://www.treasury.gov>. Acesso em: 01/03/2009.
- UNCTAD – UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (2008). *World Investment Report 2008: Transnational Corporation and the Infrastructure challenge*, 2008. Disponível em: http://www.unctad.org/en/docs/wir2008_en.pdf. Acesso em: 16/11/2009.
- US DEPARTMENT OF TREASURY; FEDERAL RESERVE BOARD (2009). “Major Foreign Holders of Treasury Securities”, 2009. Disponível em: <http://www.treas.gov/tic/mfh.txt>. Acesso em: 07/09/2009.
- WU, Friedrich; SEAH, Arifin (2008). “Would China's Sovereign Wealth Fund Be a Menace to the USA?”. *China & World Economy*, Vol. 16, Issue 4, pp. 33-47, July-August 2008. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1189942. Acesso em: 18/11/2009.

ZHANG, Ming; HE, Fan (2009). “China's Sovereign Wealth Fund: Weakness and Challenges”.
China & World Economy. V. 17, No. 1, 2009, pp.101-116. Disponível em:
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1749-124X.2009.01133.x>. Acesso em: 23/03/2009.