UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

Rodrigo Curti Theodoro Lima

Fundo Soberano: *"História, Objetivos e Perspectivas para o caso brasileiro"*

Campinas

2011

Rodrigo Curti Theodoro Lima

Fundo Soberano: ***"História, Objetivos e Perspectivas para o caso brasileiro"***

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação da Prof. Dr. Daniela Magalhães Prates.

Campinas
2011

Campinas

2011

LIMA, Rodrigo Curti Theodoro. **Fundo Soberano: *"História, Objetivos e Perspectivas para o caso brasileiro".*** 2011. 75 p. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

A minha família, aos meus amigos e a Stella, muito obrigado pelo apoio e compreensão.

“It's not time to make a change, just relax, take it easy, you’re still young, that's your fault, there’s so much you have to know. Find a girl, settle down, if you want, you can marry,look at me, I am old but I'm happy.

I was once like you are now and I know that it's not easy, to be calm when you've found something going on. But take your time, think a lot, I think of everything you've got, for you will still be here tomorrow but your dreams may not. How can I try to explain, when I do he turns away again and it's always been the same, same old story. From the moment I could talk, I was ordered to listen, now there's a way and I know that I have to go away, I know I have to go It's not time to make a change, just sit down and take it slowly, you're still young that's your fault, there's so much you have to go through. Find a girl, settle down, if you want, you can marry, look at me, I am old but I'm happy.

All the times that I've cried, keeping all the things I knew inside and it's hard, but it's harder to ignore it. If they were right, I'd agree but it's them they know, not me, now there's a way and I know that I have to go away. I know I have to go.”

Cat Stevens. *Father and Son.*

RESUMO

Este estudo pretende avaliar a importância do Fundo Soberano como instituição "dinamizadora" da economia, seja como Fundo Cambial, seja como possível promovedor de políticas "técnico-inovativas" e analisar em que medida a relação estabelecida entre um agente desse tipo e a economia pode contribuir para o crescimento sustentado do país em questão.

Palavras-chave: Fundo Soberano; Fundo Cambial; Políticas "técnico-inovativas"; Crescimento sustentado.

ABSTRACT

This study intends to evaluate the importance of the Sovereign Wealth Fund as a "proactive" institution to the economy, as Exchange Fund and promoter of "technical-innovative" policy, to point that the relation established between those agents and the economy itself may provide a sustained growth for the country analyzed.

Key words: Sovereign Wealth Fund;Exchange Fund; "Technical-innovative" policies; Sustained growth..

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Comparação entre os fundos CIC, ADIA, GPFG e FSB.....11
Tabela 2 – Estrutura do CIC.....14
Tabela 3 – Desempenho do Investimento.....15
Tabela 4 – As cinco maiores participações em empresas.....16
Tabela 5 – Proporção dos investimentos globais por tipo de investimento.....16
Tabela 6 – Desempenho do Investimento.....17
Tabela 7 – Portfólio de Investimento.....18
Tabela 8 – Holdings diversificadas x Holdings concentradas.....18
Tabela 9 – Holdings (geridas) diretamente x Holdings (geridas) indiretamente.....19
Tabela 10 – Investimento em Equity por região.....19
Tabela 11 – Tipos de Investimentos.....20
Tabela 12– Principais Investimentos Diretos.....20
Tabela 13 – Evolução dos Riscos do Portfólio.....21
Tabela 14 – As cinco maiores participações em empresas.....21
Tabela 15 – Variação do Portfólio de Investimento & tipos de investimento em "securities" de renda fixa.....22
Tabela 16 – Distribuição dos Investimentos em Equity por região e por setor.....23
Tabela 17 – Tipos de Investimentos de Mercado Público.....24
Tabela 18 – Holdings (geridas) diretamente x Holdings (geridas) indiretamente.....24
Tabela 19 – Holdings diversificadas x Holdings concentradas.....25
Tabela 20 – Principais Investimentos Diretos – 2006 a 2010.....25
Tabela 21 – Sumário do Desempenho dos Investimentos & as cinco maiores participações em empresas.....26
Tabela 22 – Estrutura Organizacional.....28
Tabela 23 – Gestão Corporativa.....29
Tabela 24 – Evolução do Fundo e Eventos Históricos.....30-31
Tabela 25 – Fluxograma do Processo de Decisão do Investimento.....31
Tabela 26 – Benchmarks por classes de ativos.....32
Tabela 27 – Benchmarks e retorno nos últimos quinze anos por região.....33

Tabela 28 – Retorno dos títulos governamentais de EUA, Alemanha e Japão com vencimento de dez anos.....34
Tabela 29 – Processo de Seleção de Fundos Externos e Retorno anualizado dos últimos 20 e 30 anos.....35
Tabela 30 – Estrutura de Financiamento do Fundo.....36
Tabela 31 – Gestão Corporativa.....39-40
Tabela 32 – Fluxograma de Impactos Econômicos.....41
Tabela 33 – Benchmarks por tipos de ativos e por região.....42
Tabela 34 – O valor de mercado do fundo e suas variações.....43
Tabela 35 – Variações das taxas de câmbio e retorno anual do fundo.....44
Tabela 36 – Evolução dos retornos dos fundos por ativo.....44
Tabela 37 – Maiores empresas e títulos governamentais no portfólio.....46
Tabela 38 – Maior porcentagem de participação em empresas e resoluções do fundo em relação à recomendação de executivos.....47
Tabela 39 – Fonte de financiamento e objetivos do fundo.....49
Tabela 40 – A Estrutura Organizacional do FSB.....51
Tabela 41 – Balanço de Pagamentos do Brasil.....54

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....01

1. OS FUNDOS SOBERANOS E A EVOLUCAO DA ECONOMIA MUNDIAL.....04

2. ESTUDO DE CASOS: OS FUNDOS CHINES, ARABE E NORUEGUES.....11

2.1. Fundo Soberano Chinês (CIC).....12

2.2. Fundo Soberano de Abu Dhabi (ADIA).....27

2.3. Fundo Soberano da Noruega (GPFG).....38

3. O FUNDO SOBERANO BRASILEIRO.....48

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....65

5. REFERÊNCIAS.....70

INTRODUÇÃO

Uma crise financeira de proporções gigantescas abalou o mundo em 2008. A maioria dos países desenvolvidos[1], bem como os em desenvolvimento, enfrentaram diversos problemas, sendo a diferença entre eles a forma como lidaram com os "ecos" dessa crise[2].

Vários fatores evitaram que a crise resultasse numa depressão global, como ocorreu após a crise de 1929, dentre os quais as políticas anticíclicas dos governos dos países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Já a atuação de certos agentes institucionais no mercado financeiro global, conhecidos como Fundos Soberanos, ou em inglês, **Sovereign Wealth Fund** (SWF), foi responsável por "bloquear" a expansão da crise, enquanto ainda se caracterizava como *sub-prime.* Sua atuação contribuiu para a estabilização do mercado financeiro global, na medida em que esses fundos se tornaram fonte de recursos para empresas e bancos que enfrentavam dificuldades financeiras, mediante a compra de participações acionárias.

Assim, apesar de não influenciar na mitigação dos impactos originados pela crise em seu momento mais profundo, a "atenção" dada a esses agentes aumentou significativamente, tanto pela relevância de seus investimentos pré-crise mundial, como por suas estratégias (FUNDAP, 2008, pg 01).

Os Fundos Soberanos são, antes de tudo, propriedades de governo, o que levanta preocupações por parte dos países avançados quanto a seus impactos potenciais na sua segurança nacional, (em função da possibilidade de empresas que atuam em áreas estratégicas serem incorporadas ao portfólio dessas instituições[3]) e na estabilidade financeira mundial (devido à manipulação geopolítica que pode ocorrer por parte desses fundos).

Já existem mais de 40 Fundos Soberanos no mundo, sendo quase 70% deles pertencentes a países periféricos, motivo pelo qual os países centrais se sentem "ameaçados", tanto politicamente quanto financeira e produtivamente (Jen, 2007b).

[1] Os termos centrais/avançados e periféricos/emergentes serão utilizados como sinônimos de desenvolvidos e em desenvolvimento, respectivamente.
[2] Para um maior aprofundamento sobre o tema ver Kregel, 2007/2008; Guttmann, 2007/2008.
[3] Para um maior aprofundamento sobre o tema ver Summers (2007); FUNDAP (2008).

O Brasil teve seu Fundo Soberano (FSB) instituído em 24 de dezembro de 2008. Portanto, a participação deste agente se colocou à margem do processo de atuação pré-crise mundial nos principais centros financeiros. Contudo, é inegável dizer que tais instituições se colocam como grande alternativa nas aplicações financeiras e no financiamento de empresas sejam elas nacionais sejam multinacionais, de modo que o seu fortalecimento promova uma maior dinamização da economia, comercial, produtiva e/ou financeira (Tavares et al., 2008, pg 04/05; Sarti e Laplane, 2008).

No momento anterior à crise, mais precisamente de 2002-2007, o Brasil apresentou um expressivo acúmulo de reservas internacionais. Nesse contexto, inúmeros planos de criação de um SWF surgiram, não só como alternativa de redução do custo de carregamento das reservas, mas também como mecanismo de alcance de outros objetivos, dentre os quais: propiciar um fluxo de receita sustentável que pudesse agir de forma anticíclica; fazer face à perda de competitividade internacional das empresas domésticas; estabilizar o orçamento público e a taxa de câmbio; incentivar uma transferência inter-geracional de riqueza; promover uma diversificação de risco; elevar a rentabilidade, já que os recursos dos fundos soberanos podem ser aplicados num espectro maior de ativos, financeiros e físicos, e não apenas em títulos do tesouro dos países avançados, líquidos e seguros, caso das reservas internacionais[4].

O Banco Central do Brasil (BCB), assim como os demais bancos centrais, aplica seus recursos em ativos pouco rentáveis, mas seguros, dado a obrigatoriedade de se consolidar um "colchão" de segurança para que o país possa enfrentar crises cambiais[5].

Dessa forma, a escolha do tema justifica-se pela importância que os Fundos Soberanos têm adquirido, como grandes *"players"* no mercado financeiro mundial, bem como pela relação "curiosa" que há entre uma instituição voltada para a busca de lucros e o poder público, com muitos outros objetivos que não apenas este (Almeida et all, 2008; Cagnin et all, 2008).

Além disso, a escolha pelo tema também se justifica pelo papel exercido pelo Brasil no cenário econômico mundial, pois, apesar de ter apresentado condições favoráveis ao longo dos anos 2000, no que diz respeito à dívida externa (diminuição da dívida), mercado interno

[4] Para um maior aprofundamento sobre o tema ver Cagnin et all (2008).
[5] Para um maior aprofundamento sobre o tema ver Prates (2007).

(demanda aquecida) e externo (altos índices de exportação através de commodities), o país não deixou de pertencer ao grupo dos emergentes. Portanto, ainda enfrenta diversos problemas condizentes com gargalos de infra-estrutura e competitividade de suas empresas em âmbito internacional e nacional, dado a manutenção da taxa de câmbio em patamares favoráveis às importações e desfavoráveis as exportações (Sarti e Laplane, 2008; Hiratuka e Sarti, 2011).

Assim, a questão do Fundo Soberano como mecanismo fiscal, monetário e de financiamento se mostra relevante já que o aumento dos recursos sob gestão dos fundos bem como o número destes agentes (dado o crescimento do ingresso de divisas nos países emergentes seja devido ao aumento das exportações seja devido ao ingresso de fluxos de capitais), tem se mostrado expressivo, com destaque para os fundos que tem como objetivo diversificar as reservas internacionais e reduzir seu custo, grupo no qual o FSB se enquadra. Além disso, o fundo soberano brasileiro, por meio de seus objetivos, se coloca como uma grande alternativa no enfrentamento dessas questões entre muitas outras para que, no futuro, o Brasil possa ser considerado um país economicamente desenvolvido.

Diante dos problemas de competitividade e baixa capacidade "técnico-inovativa" enfrentados pelas empresas brasileiras, em um cenário de disparidades entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, a monografia tem como objetivo avaliar a importância do Fundo Soberano mediante o seguinte questionamento: o Fundo Soberano Brasileiro (FSB) cumprirá com seus objetivos, como Fundo Cambial, e pode este ser um promovedor de políticas "técnico-inovativas"?

O trabalho foi concluído no final de 2011, de modo que o corte temporal do estudo abrangerá o contexto recente da economia brasileira, mais precisamente a primeira década dos anos 2000 e, portanto, os dados puderam ser coletados até o final do ano vigente.

Dessa forma, além desta introdução, o trabalho está estruturado em quatro capítulos. O primeiro apresenta um estudo da evolução dos Fundos Soberanos *pari passu* à economia mundial para que se tenha uma melhor contextualização da importância desses agentes ao longo do tempo. O segundo capítulo apresenta uma análise detalhada de três casos de Fundos Soberanos Internacionais (CIC; ADIA; GPFG), para que seja delimitado o impacto desses sobre a economia. O terceiro busca promover uma análise aprofundada do caso brasileiro em específico, tanto no que diz respeito ao papel do FSB como Fundo Cambial quanto como possível

promovedor de políticas técnico-inovativas. Projeções também foram realizadas para o curto e médio prazo, levando em consideração, principalmente, o fator Pré-Sal. Finalmente no último capítulo, foram resumidos os resultados da pesquisa e tecidos alguns comentários acerca das principais conclusões.

1. Os Fundos Soberanos e a evolução da Economia Mundial

Primeiramente, é imprescindível apresentar a definição que será utilizada de Fundo Soberano e as classificações encontradas na literatura sobre o tema.

Não há uma definição unanimemente aceita de Fundo Soberano, já que as formas de mensuração de seus ativos bem como as características consideradas variam segundo o analista (USTREAS, 2007).

> Segundo a OCDE:
>
> *"(...) os fundos soberanos seriam conjuntos de ativos de propriedade e administração direta ou indireta de governos para alcançar objetivos nacionais variados, cujos recursos provêm das reservas internacionais, da comercialização de recursos naturais escassos – em geral, petróleo, gás, metais e minerais – e de receitas tributárias, estando em sua maior parte aplicada em ativos estrangeiros".*
>
> *(Extraído: Blundell-Wignall et al, 2008, apud. FUNDAP 2008:02)*

Contudo, o presente estudo utilizará uma definição geral, definida pela FUNDAP, quanto ao que é um Fundo Soberano, qual seja:

> *"Os fundos de riqueza soberana (SWF, na sigla em inglês) são fundos governamentais de investimento financeiro, geridos em separado das reservas oficiais e constituídos de ativos em moeda estrangeira".*
>
> (FUNDAP, 2008:01)

No que concerne à classificação dos Fundos, também existem diferentes taxonomias.

Para o Departamento do Tesouro americano (USTREAS, 2007), os SWF são classificados de acordo com a origem dos seus recursos, ou seja, haveria apenas dois tipos de fundos, os *commodity* e os *não-commodity*. Com base nessa classificação, foram identificados,

em setembro de 2007, vinte e seis do primeiro tipo e quinze do segundo, sendo que a grande maioria pertence a governos de economias em desenvolvimento, segundo FUNDAP (2008).

O Fundo Monetário Internacional (FMI, 2007), por sua vez, classifica os SWF segundo seus objetivos principais e, por esse critério, existiriam cinco tipos de fundos, os quais seriam: (i) Fundos de estabilização, para proteger o orçamento fiscal e a economia doméstica das oscilações dos preços dos produtos primários (sobretudo petróleo); (ii) Fundos de poupança, com o propósito de compartilhar a riqueza entre as gerações; (iii) Fundos de investimento, para reduzir o custo de carregamento de manter reservas ou para seguir políticas de investimento com retorno elevado; (iv) Fundos de desenvolvimento, que alocam recursos para financiamento de projetos prioritários em infra-estrutura ou em política de desenvolvimento industrial; e (v) Fundos de reserva para aposentadoria.

Por fim, para a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que é constituída, em sua maioria, pelos países centrais, bem como para (Blundell-Wignall et AL, 2008), não há uma taxonomia definida, uma vez que consideram vários os objetivos potenciais dos SWF e nem sempre é possível atribuí-los a um fundo em particular. Assim, como exposto há pouco, os fundos soberanos seriam formados por ativos de propriedade e administração cabível aos governos, sustentado por recursos seja a partir das reservas internacionais, seja proveniente da comercialização de commodities, seja a partir de receitas tributárias.

O presente estudo utilizará a definição dada pela FUNDAP (fundos governamentais de investimento financeiro) enquanto que a taxonomia é dada tanto pelo Departamento do Tesouro americano (dois tipos de fundos, os *commodity* e os *não-commodity*) quanto pelo FMI (segundo objetivos principais), dada as particularidades dos fundos soberanos, de modo que, apesar de diferentes, tais classificações não são excludentes.

Dessa forma, o FSB se configuraria como um fundo governamental de investimento financeiro, *não-commodity* e com objetivos estabilizadores (fiscais e monetários).

A seguir é feita uma retrospectiva do contexto internacional no pós-guerra, ou seja, a partir das primeiras criações de Fundos Soberanos, para que se esclareça o modo como se deu o processo de criação e crescimento desses agentes institucionais.

Após a Segunda Guerra Mundial (II GM), em vista da desconfiança e do medo de que novas crises internacionais poderiam surgir, diversos países passaram a buscar medidas de regulamentação para o sistema monetário internacional.

Dessa forma, foi instituído o acordo de Bretton Woods, em julho de 1944, pois se acreditava que a cooperação internacional permitiria que equilíbrio externo e estabilidade financeira dos países pudessem ocorrer sem que os objetivos internos fossem sacrificados, quais sejam alcançar níveis de emprego cada vez maiores com estabilidade de preços (Eichengreen, 2008).

Com o sistema de Bretton Woods instituído, se observou a consolidação dos Estados Unidos (EUA) como potência hegemônica no sentido financeiro, produtivo e comercial. Nesse contexto, o dólar se tornou divisa-chave do Sistema Monetário Internacional e foi definida uma paridade fixa entre ouro e dólar, de modo que as demais moedas deveriam se submeter a essa relação. (Krugman, 2005; Kilsztajn, 1989).

Além disso, duas instituições supranacionais foram criadas, quais sejam: o Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), mais tarde desmembrado em Banco Mundial (BM) e outros bancos para investimentos internacionais.

Os objetivos do FMI eram promover a flexibilização nos ajustes externos dos países membros; financiar os eventuais déficits em contas correntes dos países membros; supervisionar as políticas econômicas dos países deficitários; negociar possíveis ajustes cambiais em caso de desequilíbrios fundamentais. Já os objetivos do BIRD eram, inicialmente, servir de instrumento para a reconstrução das economias européias no pós-guerra e, posteriormente, auxiliar os países em desenvolvimento, auxiliando na implementação de estratégias econômicas para elevar a produtividade destes, melhorar o padrão de vida e garantir as condições necessárias para o pleno emprego, sendo um importante órgão direcionador de investimentos econômicos.

Nesse contexto surgiram os primeiros fundos de riqueza soberana, quais sejam: o Kuwait Investment Authority, criado em 1953, pertencente ao Kuwait e que recebe aportes anuais de 10% das receitas do país com petróleo, e o Revenue Equalisation Reserve Fund, criado em 1956, pela administração britânica das Ilhas Gilbert, para gerir receitas de royalties pela exploração de fosfato (FUNDAP, 2008).

É importante frisar que os surgimentos dos fundos de riqueza soberana se deram em quatro “ondas”, ou seja, em momentos esporádicos, sendo a primeira especificada há pouco e as demais correspondentes as décadas de 70, 90 e 2000.

No entanto o panorama apresentado na década de 60, mais precisamente a partir de 1958, se mostrava em constantes alterações, dentre as quais se destacam, o restabelecimento da conversibilidade da conta corrente na Comunidade Econômica Européia; a instituição do Acordo de Basiléia, em 1961, no qual cada país se comprometia a defender as demais moedas e a participar de empréstimos recíprocos; a realização de *swaps* entre os países desenvolvidos para fornecer linhas de créditos adicionais; criação de outros dispositivos de ampliação dos recursos disponíveis para empréstimos tais como o Acordo Geral para Empréstimos e os Direitos Especiais de Saque (Eichengreen, 1996).

Assim, apesar de apresentar certo êxito nas décadas de 1950 e 1960, o sistema de Bretton Woods começa a se revelar insuficiente no cumprimento de suas metas, no final deste período, devido à impossibilidade de se manter uma estabilidade política bem como a paridade fixa entre ouro e dólar (Eichengreen, 2008).

Desse modo, como destacado por Eichengreen (2008), era previsível o colapso do sistema de Bretton Woods de taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis, uma vez que não conseguiria conter as pressões de mercado. Além disso, as robustas regras monetárias de tempos anteriores se mostravam incipientes nesse momento, infligindo sérios desarranjos na determinação de preços relativos, isto é, as políticas monetárias acabavam provocando um movimento inflacionário lento, porém gradual.

Todavia, durante a década de 70, alterações significativas nas condições macroeconômicas, internacionais e nacionais, se deram em movimentos bruscos e intensos.

A Guerra do Vietnã continuava a todo vapor, juntamente com os gastos americanos, gerando crescentes pressões sobre o dólar; houveram dois choques do petróleo, o primeiro em 1973 e o segundo em 1979; a suspensão da convertibilidade de dólar em ouro em 1971; e, ainda por cima, é declarada a falência do sistema de Bretton Woods, em 1973, quando a instituição do câmbio flexível é consolidada em contraposição ao câmbio fixo que vigorava até a pouco tempo (Eichengreen, 2008).

Dessa forma, os impactos proporcionados por tais transformações no cenário mundial foram, principalmente na segunda metade, baixo dinamismo do comércio nos países desenvolvidos, desaceleração do crescimento e aumento da inflação, juntamente à elevação das taxas de juros (Eichengreen, 2008).

Outro fator evidenciado por Teixeira (1993) seria o esgotamento da onda de inovações nos setores de bens de consumo duráveis, no setor energético e na substituição de materiais naturais por sintéticos.

Outros autores, como Belluzzo (1997), creditam ao acirramento de rivalidades e de conflitos, que surgiram nessa década, como mais uma questão que proporcionou a perda de dinamismo do sistema.

Aliás, como bem salientado por Eichengreen (2004), temos que os EUA sustentaram a liquidez mundial através de recorrentes déficits no balanço de pagamentos, incluindo a conta corrente a partir de 1970, de modo que o valor do dólar e o privilégio do país emissor passaram a ser questionados no que foi colocado como o "Dilema de Triffin"[6].

Quanto aos Fundos Soberanos, o que se pode apontar é que, devido à crise internacional, uma nova onda aconteceu. Muito desse movimento se deu em função da instabilidade dos preços de algumas *commodities* e, principalmente, do preço do petróleo, sendo que, a possibilidade de ganhos financeiros também se mostrava evidente, em um ambiente instável e com disparidades significativas entre os países industrializados e os demais.

Os Fundos criados nessa época foram: Abu Dhabi Investiment Autority (Adia), nos Emirados Árabes; Alaska Permanent Reserve Fund (APRF), nos Estados Unidos; e Alberta Heritage Fund (AHF), do Canadá, todos com recursos atrelados à exploração de petróleo e fundados em 1976. Cingapura também criou, em 1974, seu primeiro fundo soberano (Temasek Holding), mas com recursos oriundos das receitas com exportações de manufaturados.

Ao entrar na década de 1980, conforme Tavares (1985), o que se percebe é a consolidação de diversas forças que despontaram como grandes concorrentes da economia americana, de forma que uma nova ordem mundial estava na eminência de ser estabelecida. Entretanto, apesar de parecer impossível para os EUA reafirmar sua hegemonia, eis que diversas

[6] Para um melhor detalhamento da teoria, ver: Triffin (1972).

políticas internas e externas a partir de 1979 foram realizadas, no sentido de reverter essas tendências e promover uma política de apreciação do dólar. O ápice dessas políticas diz respeito à elevação das taxas de juros norte-americanas e à declaração do fim de uma paridade entre ouro e dólar.

No meio dessa instabilidade macroeconômica nacional, pelo menos na primeira metade da década de 1980, novo fundos foram criados, embora não correspondessem à um surto, tais como o Government of Singapore Investment Corporation (GIC), em 1981; o Brunei Investment Agency, em 1983; o State General Stabilisation Fund (SGSF), em 1980 e o Government Petroleum Insurance Fund (GPIF), em 1986, pertencentes, respectivamente à Cingapura; Brunei; Omã e Noruega (FUNDAP, 2008).

Outra questão que se deve apontar, elencada por Daniela Prates (1997), condiz com a definição de uma globalização financeira, a qual se desenvolveu ao longo dessa década por meio de processos de liberalização e desregulamentação financeira, os quais aumentaram a importância do mercado de capitais vis-à-vis o mercado de crédito bancário, ensejando um caráter especulativo do investimento.

Toda essa incompatibilidade entre as políticas americanas ante as políticas dos demais países e aos objetivos do capital privado, americano ou não, causou alterações significativas no padrão vigente, desencadeando um processo generalizado de crise da dívida de diversos países, dentre eles o Brasil.

A partir de 1990, o que se nota é uma intensificação do processo de globalização financeira, produtiva e comercial, contudo, de acordo com Carneiro (1999), a diferença desse processo entre as décadas de 80 e 90 se dá muito mais por modificações com os países, representada pela incorporação massiva da periferia durante a última década, do que com os agentes em si.

Dessa maneira, com uma maior integração, as crises que poderiam vir a surgir ganham um caráter sistêmico, portanto, qualquer distúrbio, principalmente no âmbito financeiro, era capaz de desencadear efeitos devastadores não só sobre a economia fragilizada como sobre o sistema como um todo. Destacam-se aqui, diversas crises, com tais características, ocorridas nessa década, tais como a Mexicana (1995), a Russa (1998) e, sobretudo, a Asiática (1997).

Esta última crise foi tão impactante que chegou, inclusive, a abalar o quadro econômico brasileiro.

Ainda nesta década de 90, aproveitando a situação de expansão dos laços financeiros, comerciais e produtivos entre os países industrializados e os em desenvolvimento (fatores favoráveis a consolidação de grandes agentes financeiros e seus investimentos), teve início a terceira onda de criação de fundos soberanos. Dentre os que surgiram, destacam-se: Khazanah Nasional BHD (KNB) da Malásia, com recursos a partir de não commodity; Pula Fund de Botusuana, diamantes e outros; o Foreign Exchange Reserve Fund do Irã, petróleo; Qatar Investment Authority (QIA) do Catar, petróleo; State Oil Fund do Azerbaijão, petróleo; Kazakhstan National Fund (KNF) do Cazaquistão, petróleo, gás e metais; Taiwan National Stabilisation Fund (TNSF) de Taiwan, não commodity.

Com a chegada do novo século, veio também uma nova crise de cunho internacional, representada pela crise da bolsa Nasdaq, em 2001, bem como um surpreendente acontecimento de ordem política, que foi o ataque as torres gêmeas, em Nova Iorque.

Cabe colocar também que, a despeito de um início marcado por baixo crescimento econômico, devido à crise, a partir de 2003, a situação muda, uma vez que a China assume cada vez mais o papel de eixo da economia mundial, ao lado dos EUA. No entanto, uma crise financeira de proporções gigantescas abalou o mundo em 2008. A maioria dos países desenvolvidos, bem como os em desenvolvimento, enfrentaram diversos problemas, sendo a diferença entre eles, a forma como lidaram com os "ecos" dessa crise.

Assim, o ambiente instável que definiu a segunda metade da década de 90 se fez mais presente do que nunca.

Dessa forma, segundo o que foi apresentado até agora, pode se afirmar que o surgimento de fundos soberanos ocorre de acordo com momentos específicos e o Brasil, como será visto adiante, aproveitou essa oportunidade para criar o FSB. A questão é que tal instrumento não tem sido utilizado em sua totalidade, apresentando ações tímidas se comparadas a sua capacidade.

Portanto, o intuito desse trabalho é mostrar como o FSB pode ser mais bem utilizado para cumprir com seus objetivos e, para isso, são apresentados, a seguir, três casos de sucesso a serem estudados e analisados.

2. Estudo de casos: os Fundos Soberanos Chinês, Árabe e Norueguês

O presente capítulo apresenta a gestão e o modo de atuação de três Fundos Soberanos Internacionais, quais sejam o Fundo Chinês (CIC), o Fundo da Arábia Saudita (ADIA) e o Fundo Norueguês (GPFG), respectivamente.

A partir da analise dos modos de operação de tais fundos bem como de seu posicionamento no âmbito financeiro global, será possível apontar seus sucessos e fracassos e, assim, evidenciar quais lições teriam de ser apreendidas pelo Fundo Soberano Brasileiro (FSB) e quais armadilhas deveriam ser evitadas.

É importante enfatizar também que esse trabalho pretende analisar as questões especificamente ligadas ao câmbio e a maior agregação de valor dos produtos desenvolvidos pela indústria brasileira. Assim, outros pontos que são de extrema importância para o país, mas fogem do escopo do trabalho, não serão levados em consideração.

A título de comparação entre as características dos fundos estudados e o FSB, segue a tabela 01 abaixo:

Tabela 01: Comparação entre os fundos CIC, ADIA, GPFG e FSB.

País	Fundo	Ano de Início	Fonte	Tipo
Emirados Arabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1976	Petroleo	Estabilizacao/Investimento
Noruega	Government Pension Fund - Global (GPFG)	1990	Petroleo	Investimento/Poupanca
China	Central Investment Corp. (CIC)	2007	Nao commodity	Investimento/Desenvolvimento
Brasil	Fundo Soberano Brasileiro	2008	Nao commodity	Estabilizacao/Investimento

Fonte: Elaboração Própria.

Antes de examinar as particularidades de cada Fundo, é imprescindível explicar o porquê da escolha dos três já citados em detrimento de tantos outros.

O Fundo Chinês foi escolhido, pois é financiado por operações não ligadas a commodities em similaridade com o FSB original. Vale lembrar, contudo, que receitas provenientes do Pré-Sal poderiam ser incorporadas futuramente ao FSB.

Já o Fundo da Arábia Saudita possui um financiamento estritamente ligado ao petróleo e, dessa forma, se contrapõe ao Fundo Chinês. Como o FSB poderia se ancorar nos dois tipos de recursos (não-commodities e commodities), é interessante conciliar o estudo dessas duas categorias de Fundo Soberano. Além disso, a Arábia Saudita, apesar de extremamente rica, não deixa de ser uma economia em desenvolvimento tal como China e Brasil.

Finalmente, a escolha do Fundo Norueguês se deu, justamente, por corresponder a uma instituição fundamentada em um país economicamente desenvolvido, com uma economia consolidada, com objetivos distintos dos demais Fundos. Portanto, essa instituição é tida como exemplo e serve de parâmetro para o longo prazo, uma vez que os objetivos mais emergenciais de uma economia em desenvolvimento tenham sido alcançados.

2.1 Fundo Soberano Chinês (CIC[7])

O Fundo Soberano Chinês, mais conhecido como *China Investment Corporation* (CIC), foi fundado em 29 de setembro de 2007, a partir de obrigações especiais do governo chinês no valor RMB 1,55 trilhões, o que possibilitou a aquisição de, aproximadamente, US$ 200 bilhões de reservas de divisas da China, formando seu capital subscrito[8]. Cabe apontar também que essa instituição é controlada inteiramente pelo Estado, sob comando da "*Company Law*" da Republica Popular da China e está sediada em Beijing.

É importante ressaltar também que, desde a sua criação, o fundo estabeleceu como diretriz de seus investimentos o retorno e a rentabilidade de tais aplicações, independentemente da estreita ligação entre este agente e o governo chinês, assim, pode-se afirmar que sempre manteve sua orientação comercial e seus interesses econômicos em primeiro plano. Dessa forma, o método de operação do CIC não é intervir ou controlar empresas adquiridas, mas sim investir e administrar tais aplicações de modo a reduzir risco e maximizar o retorno em benefício dos acionistas, já que grande parte dos investimentos tem um perfil de longo prazo.

O CIC divide seus investimentos em três tipos: financeiros, comerciais e em empresas estatais sob comando de sua subsidiária *Central Huijin Investment Ltd*[9]. Tais investimentos são realizados visando atingir os objetivos econômicos e financeiros do fundo e, assim, seriam

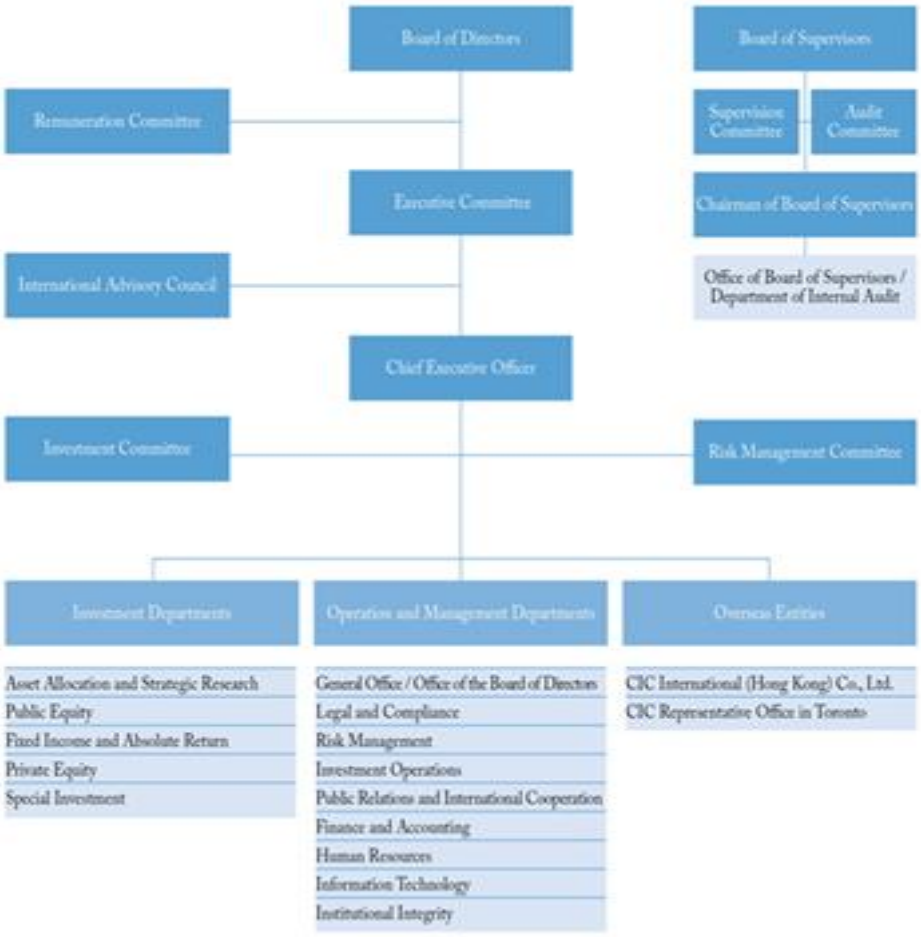
[7] Para maior aprofundamento do tema ver: < http://www.china-inv.cn/cicen/>
[8] Para maior aprofundamento do tema ver: < http://www.china-inv.cn/cicen/>
[9] Para maior aprofundamento do tema ver: <http://www.huijin-inv.cn/hjen>

administrados de forma profissional e independente, apesar de controlado pelo Estado, não se limitando a um setor econômico, geografia ou classe de ativos, podendo incluir ativos alternativos, *equity* ou renda fixa.

De certa forma, o CIC tenta se consolidar como uma instituição baseada nos melhores princípios éticos, no que diz respeito à governança, transparência e responsabilidade, embora alguns, como Summers (2007), ainda apontem, corretamente, que tais princípios são preteridos pela relação deste com o governo chinês.

Para que a estrutura de governança seja mais bem compreendida e, assim, se perceba como os diferentes tipos de investimento são muito bem delimitados e delineados, segue abaixo (tabela 02) a estrutura do fundo em si:

Tabela 02: Estrutura do CIC



Fonte: CIC Annual Review, 2010.

A despeito dos diversos tipos de aplicação que o CIC possa fazer, estas acabam se fundamentando em quatro princípios básicos, quais sejam: (i) os objetivos econômicos e financeiros bem como o retorno comercial; (ii) maximizar o valor do capital e dos ativos dos acionistas dado certo nível de tolerância de risco; (iii) não atuar como agente ativo nas companhias em que investe e não influenciar as operações das mesmas; (iv) e buscar investimentos de longo prazo, estáveis, sustentáveis e com risco ajustado ao retorno.

Para que o risco dos investimentos, operacionais ou não, sejam controlados da melhor maneira possível, toda uma estrutura de gerenciamento de risco foi montada. O fundo assume e gere os riscos de acordo com um quadro que estabeleça a relação entre a preferência de risco e a capacidade de carga desse risco dentro do modelo de investimento preestabelecido.

Soma-se a esse sistema de gestão de risco a participação de gestores de fundos externos especializados, para que as operações e os investimentos do CIC continuassem pautados nas diretrizes de risco pré-determinadas, de acordo com as melhores práticas existentes no mercado.

Apenas para elucidar, o Fundo Soberano Chinês tem majoritariamente suas aplicações em *equity*, renda fixa e ativos alternativos, tanto em países desenvolvidos quanto em emergentes, sendo que os investimentos alternativos incluem fundos de hedge, *private equity*, commodities e imóveis.

Algumas informações, apuradas em seu relatório anual, quanto aos seus investimentos entre 2008 e 2010 serão apresentados a seguir para que se compreenda o modo de atuar desse agente em específico:

Tabela 03: Desempenho do Investimento

EXHIBIT 5 2008 Investment Performance

Return on Capital [1]	6.8%
Global Portfolio Return [2]	-2.1%

Fonte: CIC Annual Review, 2008.

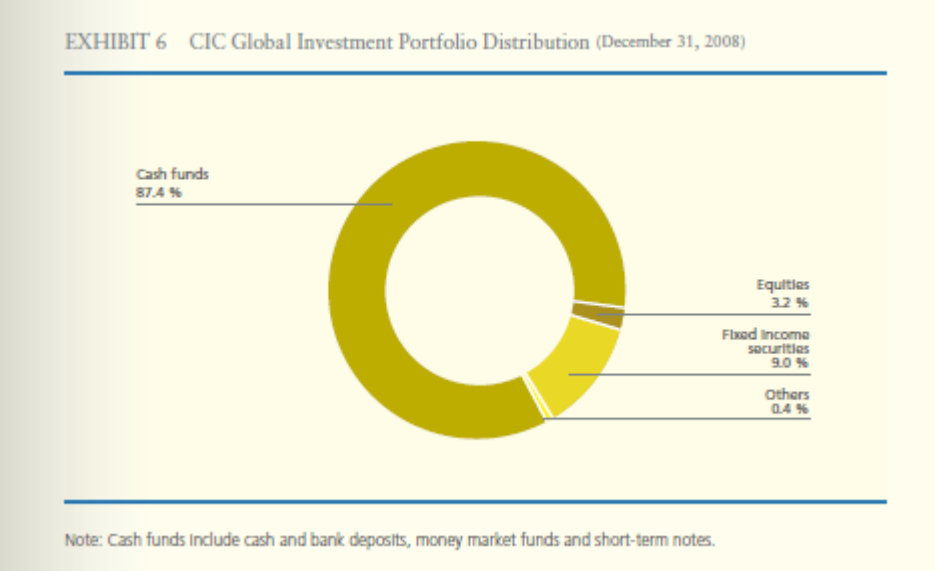
Tabela 04: As cinco maiores participações em empresas

EXHIBIT 7 Top 5 Portfolio Holdings of Central Huijin (December 31, 2008)

Financial Institution	Percentage of Ownership
China Development Bank	48.7%
Industrial and Commercial Bank of China	35.4%
Agricultural Bank of China	50.0%
Bank of China	67.5%
China Construction Bank	48.2%

Fonte: CIC Annual Review, 2008.

Tabela 05: Proporção dos investimentos globais por tipo de investimento



Fonte: CIC Annual Review, 2008.

O ano de 2008 foi bem desafiador para os gestores de fundos globais, dada a crise financeira ocorrida neste período, mas o CIC foi além das expectativas se o comparamos a outros fundos soberanos ou de pensão (CIC Annual Review, 2008).

Outro ponto que deve ser salientado é que grande parte de seus recursos se mantiveram em dinheiro (tabela 05) devido tanto a construção da organização, de sua infra-

estrutura e suas capacidades quanto a duas grandes aquisições[10] (Blackstone Group e Morgan Stanley) no final de 2007, nos valores, respectivamente, de US$ 3 bilhões e US$ 5,6 bilhões.

Por fim, é necessário evidenciar que o retorno do capital foi de 6,8%, mesmo com um desempenho negativo no *portfólio* internacional na ordem de 2,1% (tabela 03), pois o desempenho de sua subsidiária (*China Huijin Investment Ltd. – CHIL*), cujos investimentos se dão em empresas estatais, foi extraordinário, com destaque para o setor de serviços financeiros (tabela 04).

Com sinais de recuperação da economia já em 2009, vultosos investimentos da ordem de US$58 bilhões foram realizados, sendo que o retorno do *portfólio* global atingiu 11,7% em contraposição ao resultado negativo do ano anterior (tabela 06).

Além disso, deve-se sublinhar a mudança ocorrida no portfólio do CIC, em 2009, com redução considerável de *"cash fund"*, diversificação expressiva de investimentos, com ênfase no exterior, tendo como destaque as regiões da América do Norte, Ásia e Europa (tabela 07).

Tabela 06: Desempenho do Investimento

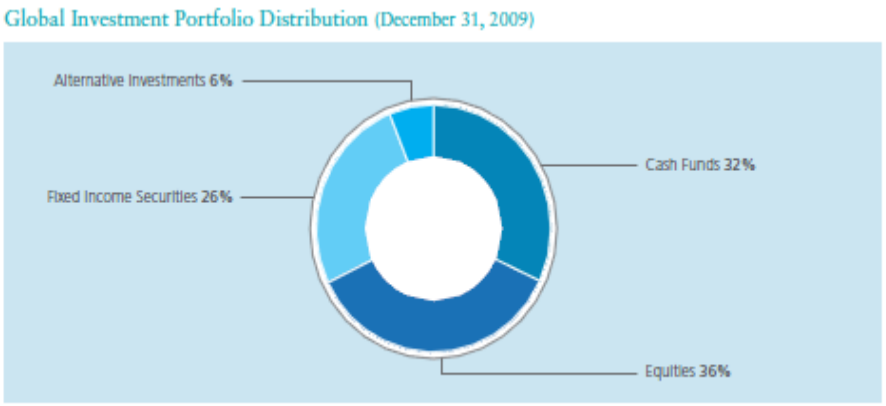
Summary of Investment Performance

	2009	2008
Return on Capital [1]	12.9%	6.8%
Global Portfolio Return [2]	11.7%	-2.1%

Fonte: CIC Annual Review, 2009.

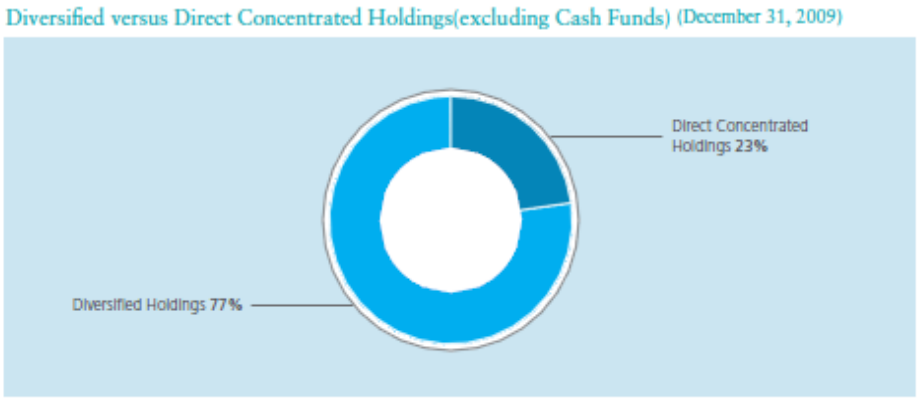
[10] Ver: MCMAHON (2010) e UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION (2009).

Tabela 07: Portfólio de Investimento



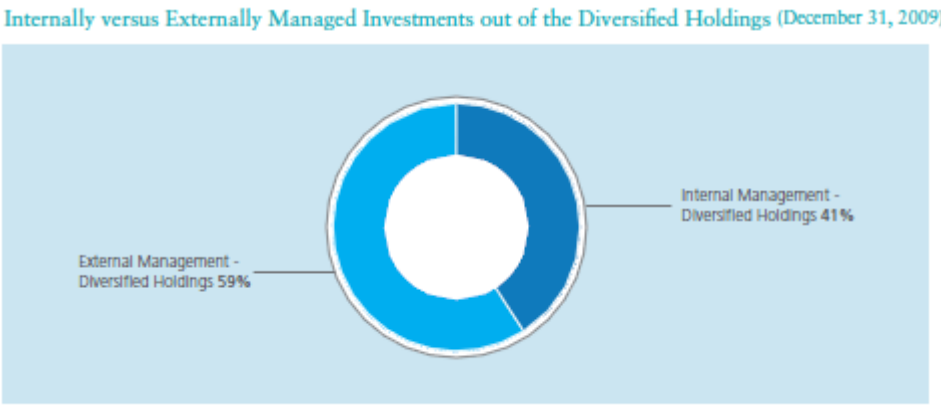
Fonte: CIC Annual Review, 2009.

Tabela 08: Holdings diversificadas x Holdings concentradas



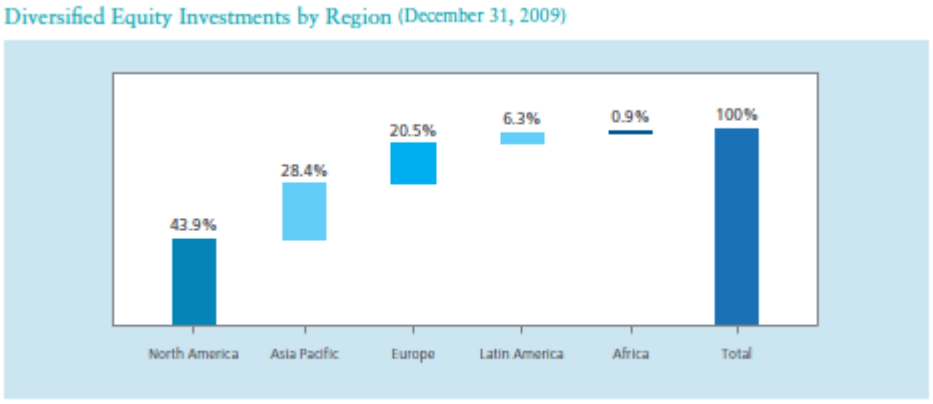
Fonte: CIC Annual Review, 2009.

Tabela 09: Holdings (geridas) diretamente x Holdings (geridas) indiretamente



Fonte: CIC Annual Review, 2009.

Tabela 10: Investimento em Equity por região



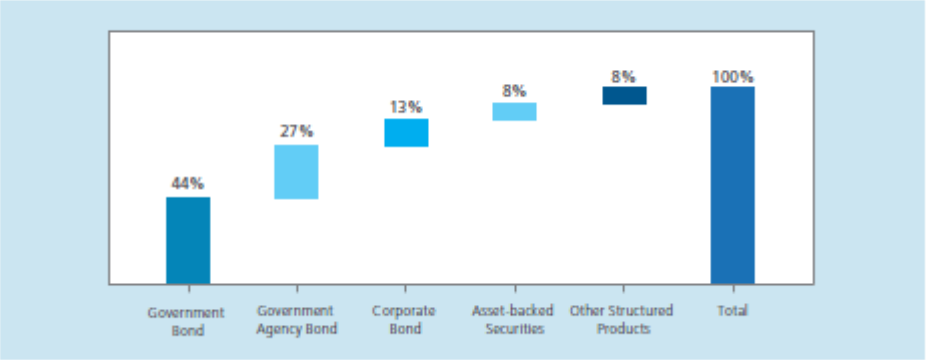
Fonte: CIC Annual Review, 2009.

No que diz respeito aos investimentos geridos internamente, isto é, pelo próprio CIC e não por fundos externos (tabela 08 e 09), há uma significativa participação de aplicações em renda fixa, sendo as principais os títulos do governo, de agências governamentais e de empresas de modo geral.

Já quanto aos investimentos diretos, destacam-se os setores de petróleo e gás, infra-estrutura, energia e recursos naturais, independentemente da posição geográfica e do grau de maturidade econômica do país na qual a empresa possui sua matriz (tabela 10, 11 e 12).

Tabela 11: Tipos de Investimentos

Diversified Fixed Income Securities by Type (December 31, 2009)



Fonte: CIC Annual Review, 2009.

Tabela 12: Principais Investimentos Diretos

Highlight of Selected Direct Investments in 2009

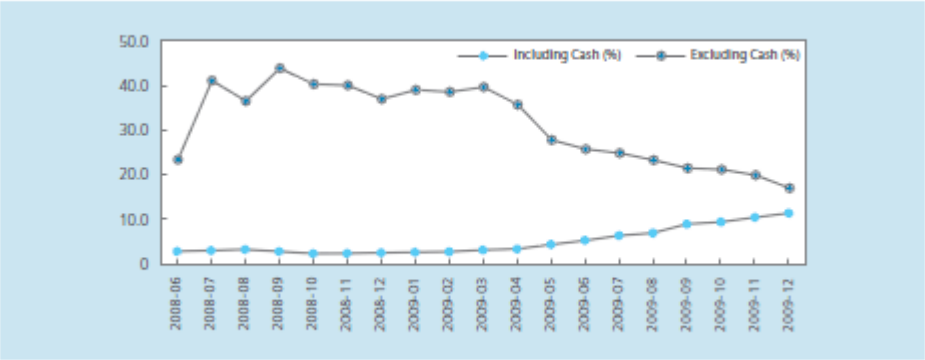
Company	Contract Month	Amount of Investment (Million USD)	Type of Investment	Sector	Approximate Initial Ownership %
Teck Resources Limited (Canada)	July	1,500	Class B subordinate voting shares	Mining and mineral development	17.2%
JSC KazMunaiGas Exploration Production (Kazakhstan)	July	940	Global depositary receipts	Oil and gas	10.6%
Nobel Oil Group LTD (Russia)	September	270	Equity acquisition	Oil and gas	45.0%
PT Bumi Resources Tbk (Indonesia)	September	1,900	Private debt	Thermal coal production	Not Applicable
Noble Group Limited (Singapore)	September	858	Common shares	Resources	14.9% of outstanding shares on an undiluted basis
SouthGobi Energy Resources Limited (Canada)	November	500	30-year secured convertible debenture	Coal mining and exploration company	Not Applicable
AES Corporation (United States)	November	1,581	Common shares	Power generation	15.0%
GCL-Poly Energy Holdings Limited (Hong Kong)	November	717	Common shares	Renewable energy	20.1% on a fully-diluted basis

Fonte: CIC Annual Review, 2009.

Desse modo, nota-se que o perfil de gerenciamento de risco (tabela 13) sempre esteve sob controle, a despeito das flutuações em momentos de maior tensão no mercado financeiro, já que é característica intrínseca ao fundo o comprometimento com o longo prazo, tanto é que a participação da *CHIL*, nos mesmos setores se mostrou muito semelhante ao ano anterior (tabela 14).

Tabela 13: Evolução dos Riscos do Portfólio

Trend of Total Portfolio Risk (June 2008-December 2009)



Fonte: CIC Annual Review, 2009.

Tabela 14: As cinco maiores participações em empresas

Top5 Portfolio Holdings of Central Huijin (December 31, 2009)

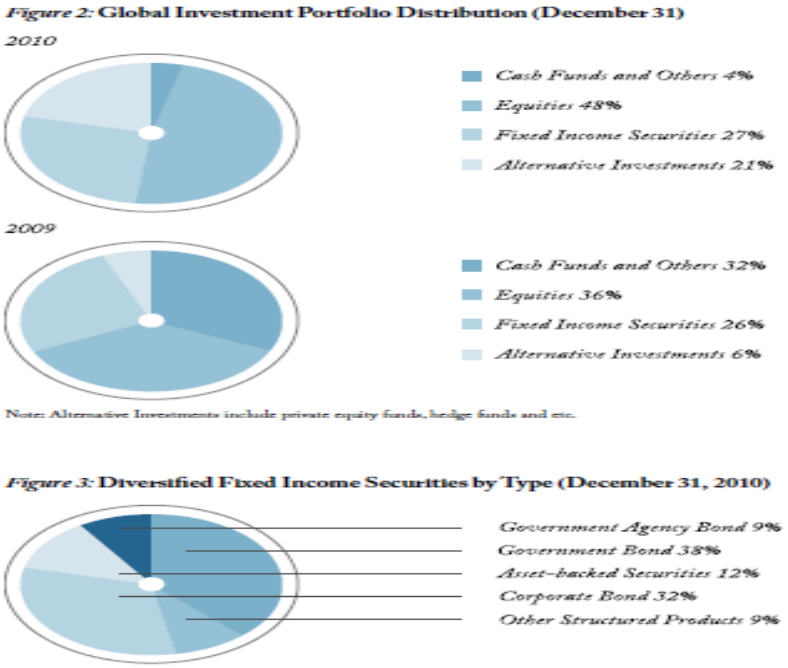
Financial Institution	Percentage of Ownership
China Development Bank	48.7%
Industrial and Commercial Bank of China	35.3%
Agricultural Bank of China	50.0%
Bank of China	67.5%
China Construction Bank	57.0%

Fonte: CIC Annual Review, 2009.

Em 2010, se percebe uma posição mais agressiva por parte do fundo, uma vez que há uma redução em sua posição de *"cash fund"* e um aumento dos investimentos de longo prazo,

tendo investido cerca de US$35,7 bilhões nos mais variados tipos de aplicações, com destaque para títulos do governo e de empresas privadas (tabela 15).

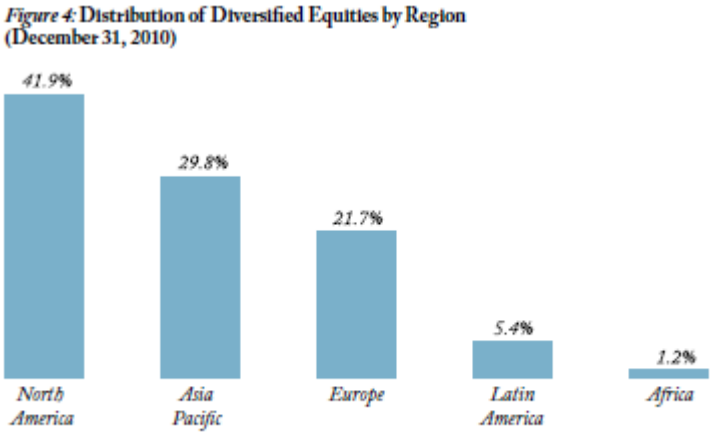
Tabela 15: Variação do Portfólio de Investimento & tipos de investimento em "securities" de renda fixa

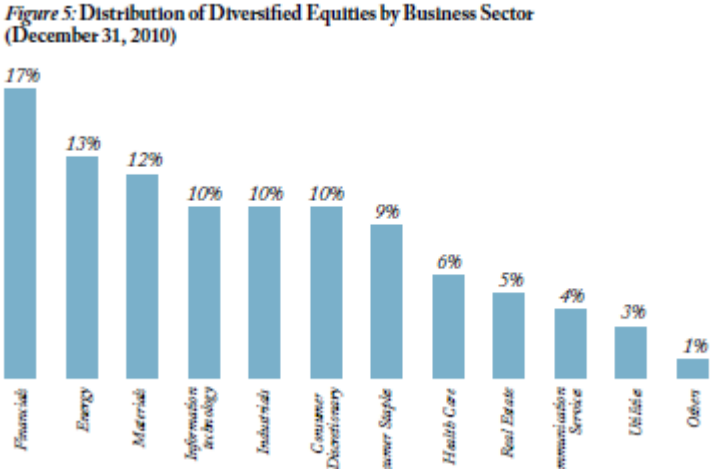


Fonte: CIC Annual Review, 2010.

No que concerne às aplicações no exterior, pode-se afirmar que o CIC tem mostrado um maior interesse na Ásia e na Europa, embora a América do Norte ainda corresponda à maior parte do seu *portfólio*, e que o setor financeiro tem obtido maiores investimentos, apesar dos atrelados a energia, mineração e petróleo e gás ainda serem significativos (tabela 16). Para um maior detalhamento dos setores que receberam investimento e como essa alocação de capital ocorreu de fato, observa-se na tabela 17.

Tabela 16: Distribuição dos Investimentos em Equity por região e por setor





Fonte: CIC Annual Review, 2010.

Tabela 17: Tipos de Investimentos de Mercado Público

Table 1: **Selected Public Market Investment Vehicles Added in 2010**

Business Area	Investment Vehicles
Interest Products	USD Aggregate Bond, Euro Covered Bond
Credit Products	Emerging Market Local Currency Debt, Asia Fixed Income Active, Investment Grade Corporate Bond Index Products, High Yield Bond
Developed Country Equities	U.S. Large Cap Equities, Global Convertible Bond
Emerging Country Equities	Emerging Europe Equity Active, Latin America Equity Active, Asia ex Japan Active, Metals and Mining Equity Active
Commodities	Metals and Energy Indices Swap, Gold Equity Fund, Active Commodity Index
Futures and Options	Stock Index Futures, Bond Futures, Commodity Futures, FX Forward Options

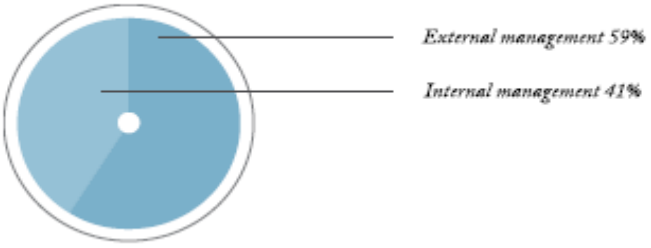
Fonte: CIC Annual Review, 2010.

De acordo com os gráficos abaixo, percebe-se que a distribuição de investimentos em ativos geridos internamente e externamente, e a distribuição de aplicações em holdings diversificadas e diretamente concentradas se mantiveram de 2009 para 2010 (tabela 18 e 19).

Para maiores esclarecimentos em novos investimentos, segue a tabela 20:

Tabela 18: Holdings (geridas) diretamente x Holdings (geridas) indiretamente

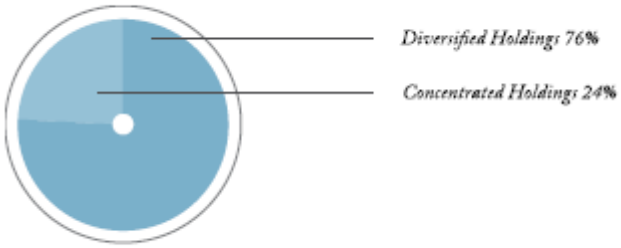
Figure 6: **Distribution of Internally Managed versus Externally Managed Assets for the Portfolio (December 31, 2010)**



Fonte: CIC Annual Review, 2010.

Tabela 19: Holdings diversificadas x Holdings concentradas

Figure 7: Diversified Holdings versus Direct Concentrated Holdings (December 31, 2010)



Fonte: CIC Annual Review, 2010.

Tabela 20: Principais Investimentos Diretos

Table 2: Highlights of Selected Direct Investments in 2010

Company	Contract Month	Amount of Investment (Million USD)	Type of Investment	Sector	Approximate Initial Ownership %
AES	March	1,581	Common Shares	Power & Utility	15%
Penn West	June	416	Equity	Oil & Gas	5%
Peace River Oil Partnership	June	329	Joint Venture	Oil & Gas	45%
Chesapeake Energy	June	200	Convertible Preferred Shares	Oil & Gas	N/A
BTG Pactual	December	300	Consortium Deal	Finance	3%
BUMA	December	73	Equity	Mining Services	8%

Fonte: CIC Annual Review, 2010.

Dessa forma, nota-se que o desempenho do *portfólio global* em 2010 foi tão expressivo quanto o ano anterior, a despeito de significativas transformações ocorridas, resultando em um retorno de capital na ordem de 6,4%, quando considerada a *CHIL* (tabela 21).

Tabela 21: Sumário do Desempenho dos Investimentos & as cinco maiores participações em empresas

Table 3: Summary of Investment Performance on Global Portfolio

Year	Annual Return
2008*	-2.1%
2009	11.7%
2010	11.7%

*The return of 2008 was calculated since inception on September 29, 2007.

Table 4: Top 5 Portfolio Holdings of Central Huijin (December 31, 2010)

Financial Institution	Percentage of Ownership
Industrial and Commercial Bank of China	35.4%
Agricultural Bank of China	40.0%
China Development Bank	48.7%
Bank of China	67.6%
China Construction Bank	57.1%

Fonte: CIC Annual Review, 2010.

É importante destacar que todos os padrões estabelecidos quanto à transparência não são exatamente verdadeiros, pois ainda que se declare independente do governo chinês, o CIC não deixa de pertencer a um regime político fechado. Assim, mesmo que seus investimentos se baseiem em objetivos financeiros e econômicos, muitos deles poderiam ser explicados por meio da necessidade econômica projetada para o país, podendo ser considerados como "meios" para se atingir um "fim", segundo um plano econômico estruturado de longo prazo.

Tal apontamento quanto à falta de transparência não só é verídico como impulsionou diversas reações de países e instituições financeiras com objetivos "parecidos", principalmente nos EUA, culminando com uma maior colaboração do CIC para com este, ao apresentar seus diversos investimentos em companhias majoritariamente americanas, destacando, inclusive, o tipo de ação (com voto ou não) que foi adquirida no mercado financeiro[11].

Segundo o que foi apresentado até agora, pode se concluir que a questão a ser aprendida pelo FSB diz respeito tanto a sua possível atuação, em um primeiro momento, como promovedor de políticas técnico-inovativas quanto ao vigor de sua atuação como fundo de

[11] Ver: MCMAHON (2010)

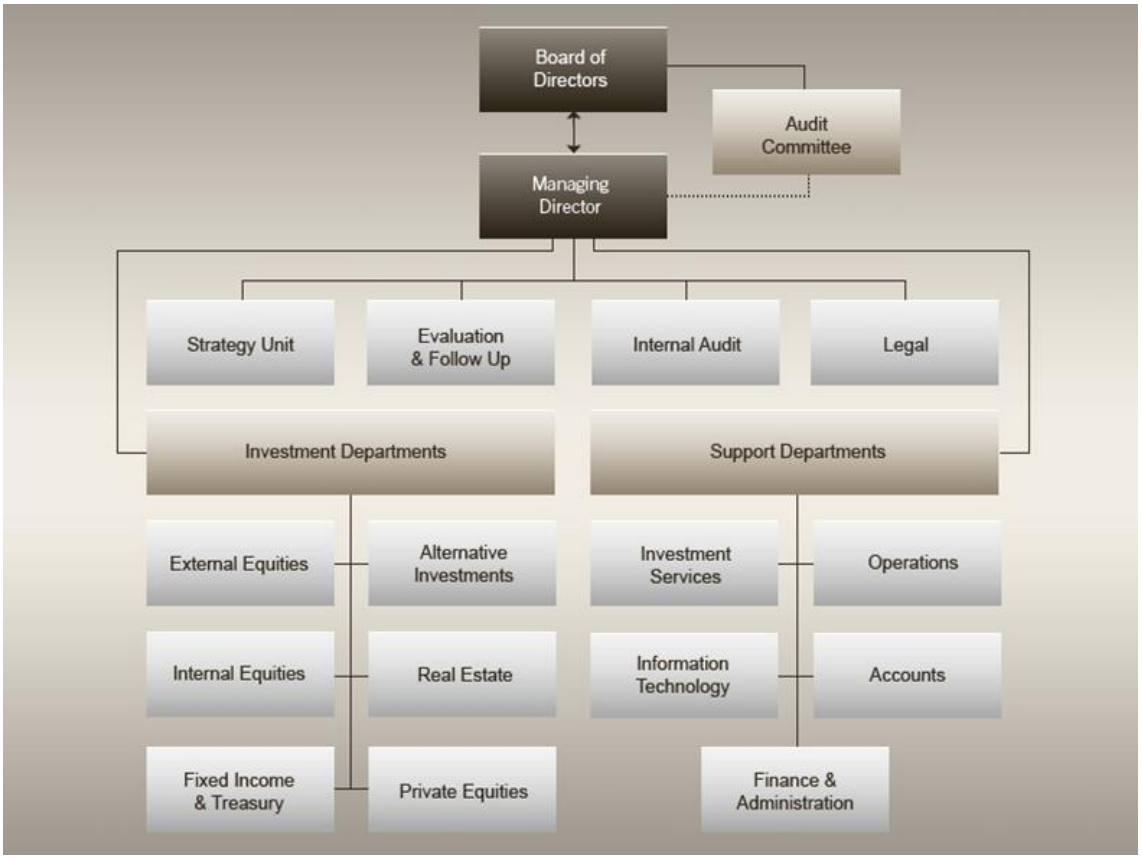
estabilização, já que suas ações, perante seus objetivos principais, são tímidas se comparadas as ações do fundo chinês desenvolvimentista.

2.2 Fundo Soberano de Abu Dhabi (ADIA[12])

O fundo de Abu Dhabi, pertencente aos Emirados Árabes Unidos, mais conhecido como *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), foi criado em 1976, tendo se tornado uma instituição com investimentos globalmente diversificados, incluindo renda fixa até infra-estrutura e outros alternativos. Deve-se salientar também que, assim como o fundo chinês, tem como princípios básicos a tomada de decisão perante seus objetivos econômicos e financeiros; a transparência, responsabilidade e sustentabilidade de suas aplicações, visando o longo prazo; além de não promover mudanças ou influenciar tais ações nas operações em holdings nas quais possua participação[13].

[12] Para maior aprofundamento sobre o tema ver: <http://www.adia.ae/En/home.aspx> e BEHREND(2008)
[13] Para maior aprofundamento sobre o tema ver: SOVEREIGN WEALTH FUND INSTITUTE (2009)

Tabela 22: Estrutura Organizacional



Fonte: ADIA Annual Review, 2010.

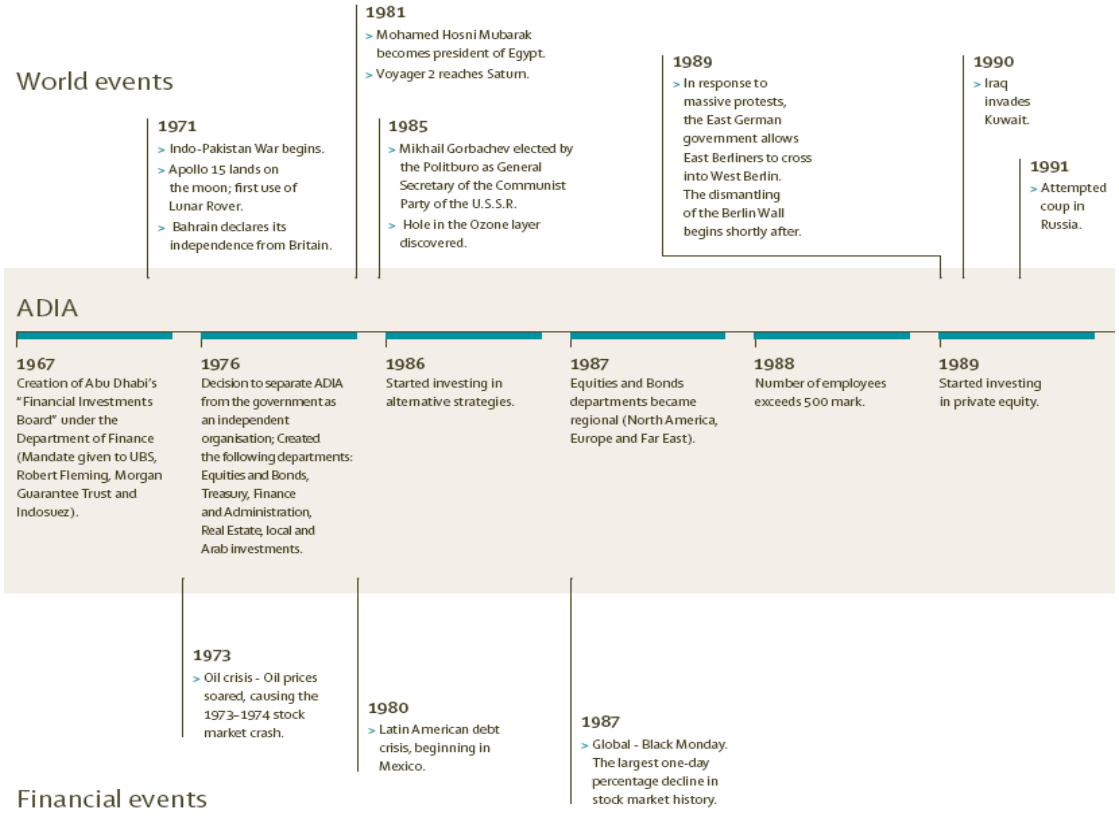
No que se refere à sua estrutura organizacional (tabela 22), pode-se afirmar que o fundo apesar de se apresentar hierarquicamente definido, é dividido em duas partes: a primeira sob o comando do "*Board of Directors*", cuja missão é implementar a estratégia de investimentos e revisar as atividades de gestão bem como a performance financeira e a segunda, compreendida pelo "*Managing Director*" e seus colaboradores, que é responsável pela operacionalização das decisões de investimento e seu constante acompanhamento. É importante mencionar que esse gerenciamento não só se mostra bem estruturado como é suas decisões são muito bem embasadas por um comitê de investimentos, segundo a tabela 23.

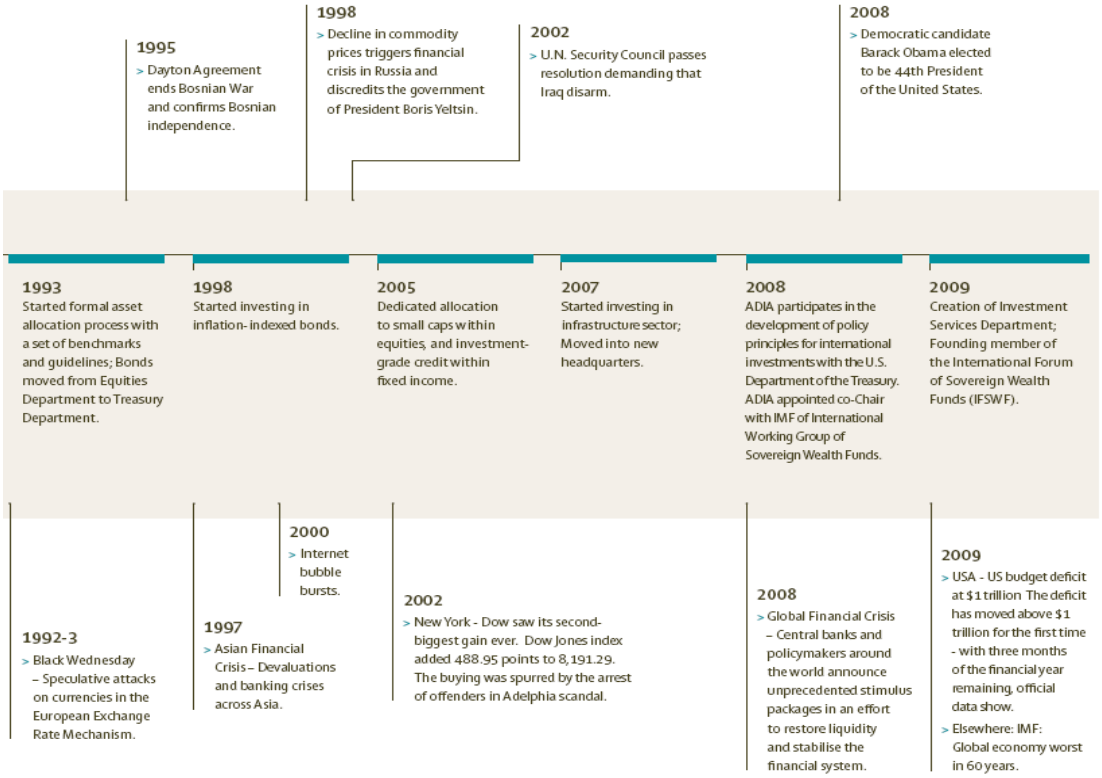
Tabela 23: Gestão Corporativa

Fonte: ADIA Annual Review, 2010.

Apenas a título de curiosidade, segue abaixo a evolução das operações da ADIA ao longo de sua existência, alinhada a significativos eventos ocorridos tanto no âmbito financeiro como de modo geral (tabela 24).

Tabela 24: Evolução do Fundo e Eventos Históricos

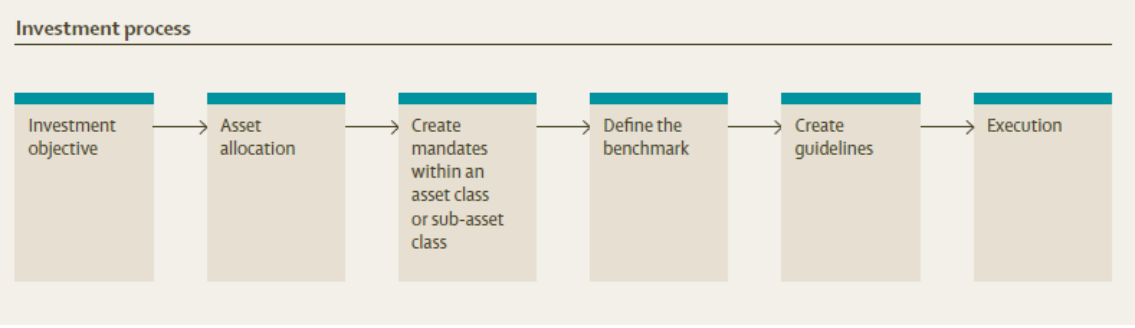




Fonte: ADIA Annual Review, 2009.

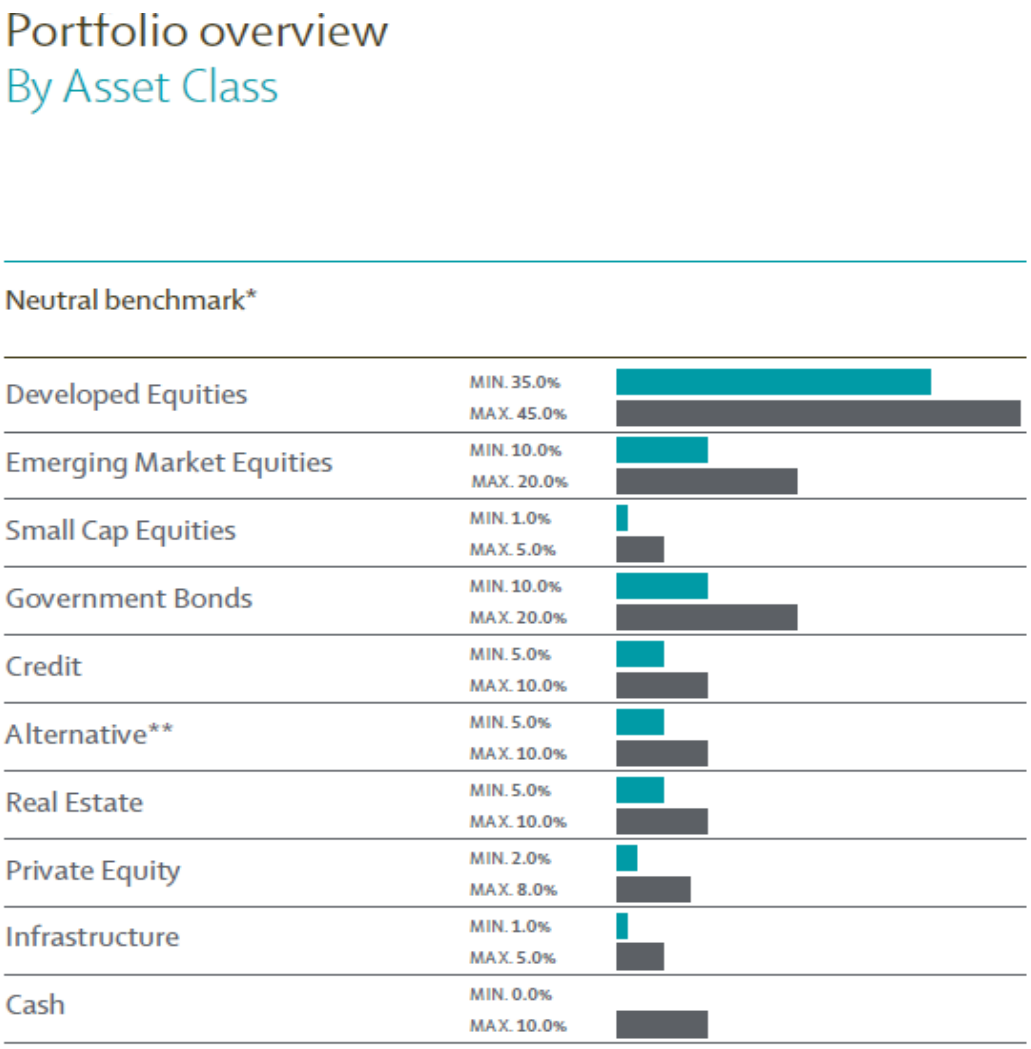
Abordados o histórico do fundo bem como sua estrutura organizacional, apresenta-se a seguir o processo de escolha do investimento e resultados obtidos em 2009 e 2010 (tabela 25).

Tabela 25: Fluxograma do Processo de Decisão do Investimento



Fonte: ADIA Annual Review, 2010.

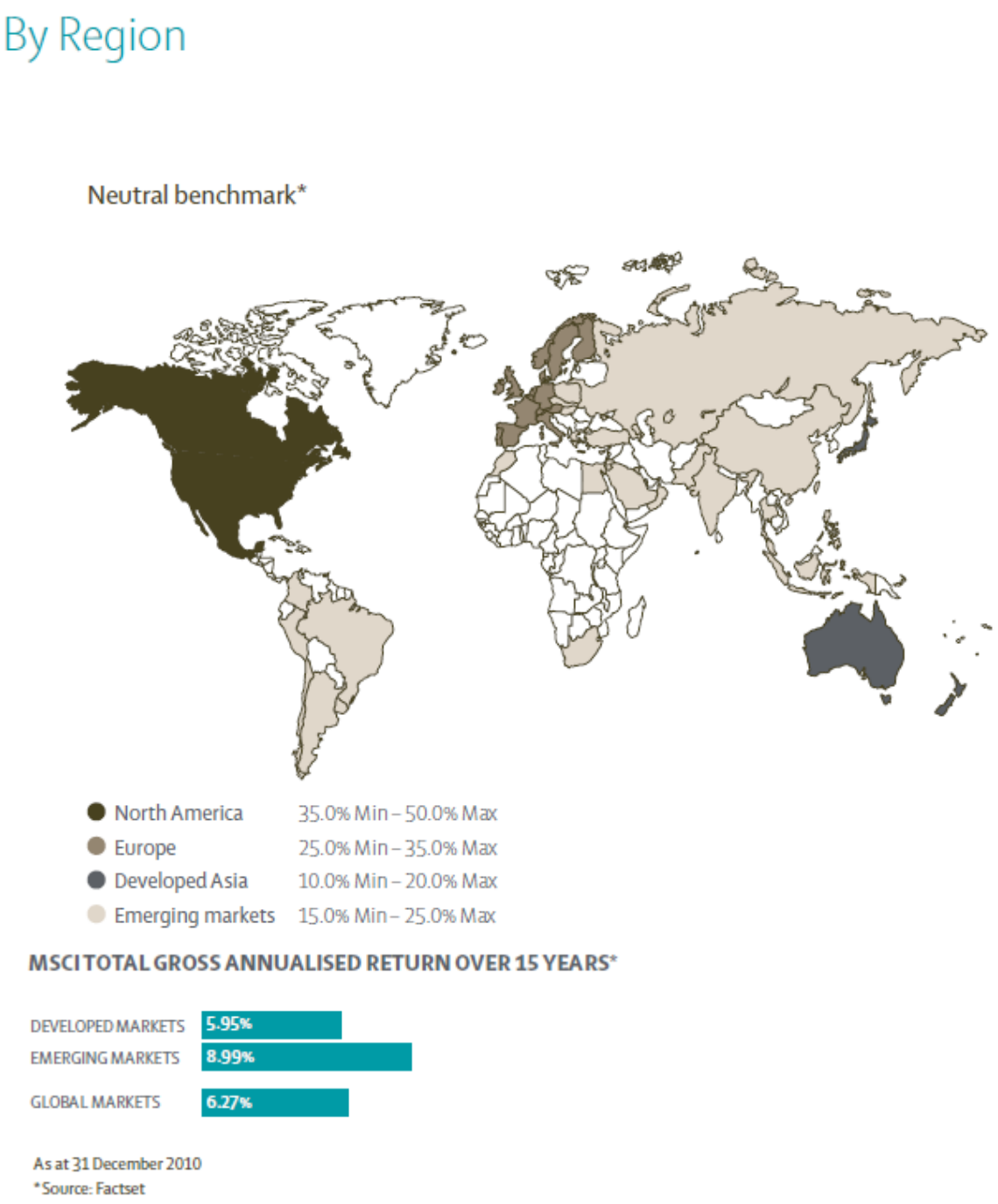
Tabela 26: Benchmarks por classes de ativos



Fonte: ADIA Annual Review, 2010.

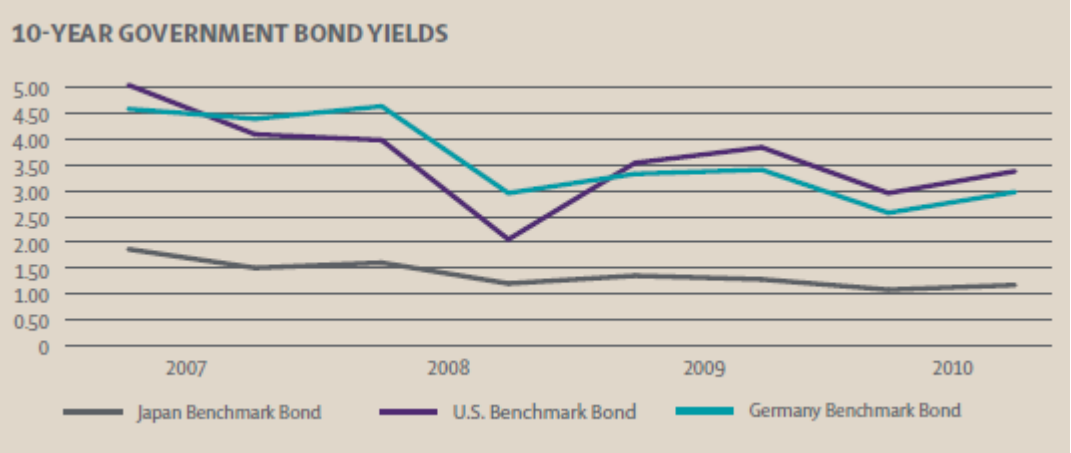
Segundo as tabela 26 e 27, percebe-se que a decisão de investimento parte dos objetivos do fundo, para que seja definida a melhor alocação possível dos recursos, de modo a estruturar *"benchmarks"* por ativos (acima) e por região (abaixo), além de premissas a serem seguidas, com o intuito de promover certa linearidade e comprometimento com os objetivos iniciais traçados.

Tabela 27: Benchmarks e retorno nos últimos quinze anos por região



Fonte: ADIA Annual Review, 2010.

Tabela 28: Retorno dos títulos governamentais de EUA, Alemanha e Japão com vencimento de dez anos



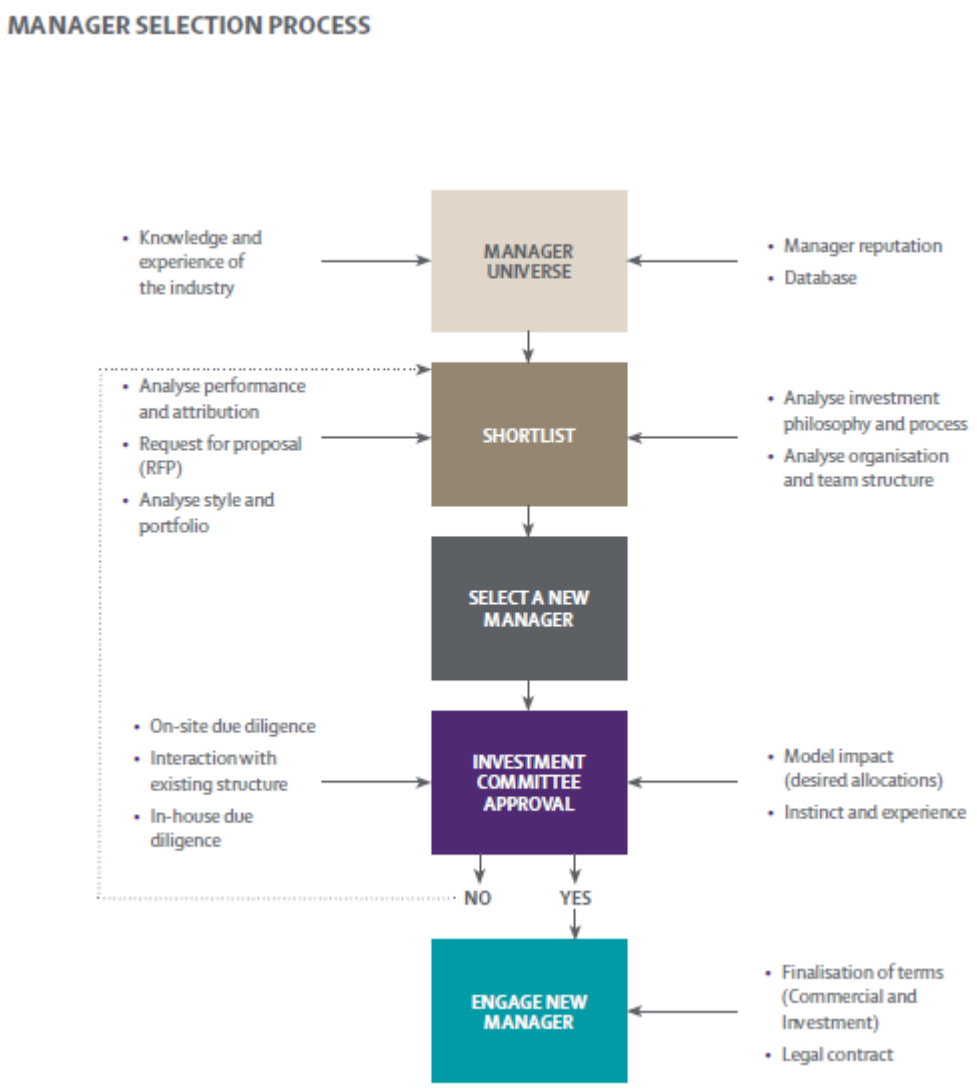
Fonte: ADIA Annual Review, 2010.

Como conseqüência desse plano de ação, destaca-se os rendimentos nos últimos quinze anos dos ativos de *"equity"*, divididos entre países desenvolvidos e emergentes, consolidando o rendimento global da instituição nesse período (tabela 27). Outro ponto que chama a atenção é o rendimento dos três principais títulos governamentais de dez anos, na carteira da ADIA, ao longo dos últimos quatro anos, também responsáveis por colaborar fortemente com a consolidação do rendimento global da instituição no período 2008-2010 (tabela 28).

Cabe ressaltar, no entanto, que o gerenciamento dos ativos é feito quase que exclusivamente por outros fundos externos privados, já que representa 80% de todo o *portfólio*. Assim, o monitoramento e a escolha desses fundos, para atuarem como intermediários nas aplicações, devem ser realizados com muita cautela, sendo revistos anualmente.

Abaixo é apresentada a lógica de escolha de um fundo externo como possível receptor de investimentos (tabela 29). Nota-se, nesse processo, que não basta apenas a reputação, conhecimento ou experiência com determinado tipo de aplicação, afinal são necessárias também outras informações como *"performance"*, estilo de atuação e de *portfólio*, tendo ainda de ser submetidos à aprovação do comitê de investimento, para que seja homologada a efetivação do fundo "parceiro" da ADIA.

Tabela 29: Processo de Seleção de Fundos Externos e Retorno anualizado dos últimos 20 e 30 anos



Annualised Returns	20 Yrs (p.a.)	30 Yrs (p.a.)
As at 31 December 2009	6.5%	8.0%
As at 31 December 2008	6.1%	7.6%

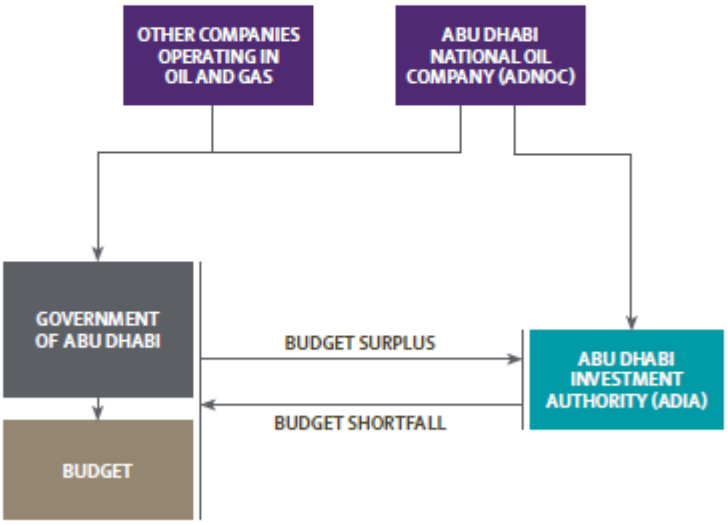
Fonte: ADIA Annual Review, 2009.

Como fruto dessa cuidadosa escolha, além do monitoramento constante da atuação desses fundos, a taxa de retorno anualizada dos últimos 20 e 30 anos para 2009 foram de, respectivamente, 6,5% e 8,0%, lembrando que 60% das aplicações são realizadas através de estratégias indexadas e replicadas, o que acaba evidenciando a grande *"performance"* da ADIA bem como seu "poder" dentro do mercado financeiro global.

Quanto à arrecadação de recursos, no caso do ADIA, sua complexidade é menor em comparação do Fundo chinês. A tabela 30 mostra a estrutura de financiamento do fundo, que envolve também o governo de Abu Dhabi. É interessante destacar que, a despeito de governo e fundo se manterem independentes no que concerne a operacionalização e o delineamento de uma estratégia de investimento, há sim uma relação de compensação de orçamento entre as duas partes, sem que se comprometam os respectivos objetivos.

Tabela 30: Estrutura de Financiamento do Fundo

SOURCE OF FUNDS FROM THE GOVERNMENT OF ABU DHABI



Fonte: ADIA Annual Review, 2010.

Para que se conclua a análise sobre o ADIA, apresenta-se a seguir o desempenho do fundo nos anos recentes de 2009 e 2010.

Em 2009, após a deflação no mercado de *"equities"* em 2008, o mundo viu uma recuperação significativa, decorrente de políticas anticíclicas adotadas pelos governos dos países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Dessa maneira, tendo aumentado a liquidez de seu *portfólio* em 2008 devido às diversidades financeiras enfrentadas, em 2009, o fundo aumentou a alavancagem da sua posição e ampliou investimentos em mercados emergentes, que acabaram se revelando apostas bem sucedidas.

Em 2010, houve uma grande volatilidade no mercado financeiro global e, aliada à possibilidade de insolvência das dívidas de alguns países, em particular europeus, países emergentes projetaram uma maneira de arrefecer seu crescimento por meio de investimentos menos arriscados, como letras do tesouro americano e ouro. Tais medidas foram realizadas para garantir um retorno ainda que essa taxa fosse cada vez menor.

No que diz respeito ao mercado de *"equity"*, nota-se diversas aplicações na Europa e em países em desenvolvimento, principalmente, pois tais modalidades de investimento surgem como grande alternativa de rentabilidade, sobretudo na segunda metade do ano. Tanto é verdade que novos mecanismos de análise de aplicações desse tipo foram criados para atender tais perspectivas.

Já no mercado de renda fixa e do tesouro, os títulos dos governos se mostraram mais rentáveis do que outros atrelados à inflação, embora tenham apresentado ganhos absolutos também. Na verdade, a escolha por tais modalidades de investimento foi baseada em uma nova estratégia de aplicação, desenvolvida pela própria ADIA, que consiste na separação entre os ativos por índices, sendo o *"alpha"*, o índice que corresponde à porção da aplicação que supera o mercado e o *"beta"*, a porção da mesma aplicação que acompanharia a trajetória do mercado, possibilitando assim a definição de diferentes *portfólios* segundo os objetivos do fundo.

Os investimentos alternativos, por sua vez, foram direcionados para *commodities* e mercados de câmbio, os quais apresentaram alta volatilidade e, portanto, muitas oportunidades de

ganhos, e também em fundos de *"hedge"*, mas em menor medida, devido aos riscos sistêmicos no mercado financeiro em geral.

Por fim, enquanto os investimentos em imóveis e infra-estrutura se mostraram baixos, em comparação com o pico do mercado em 2008 e 2009, as *"private equity"* se mostraram extremamente rentáveis e com perspectivas de crescimento, dadas a qualidade dos ativos em negociação e as perspectivas tanto de operações de fusões e aquisições quanto de refinanciamento por parte das empresas afetadas pela crise de 2008.

Desse modo, de acordo com tudo que foi apresentado até agora, pode se concluir que a questão a ser aprendida pelo FSB diz respeito tanto ao gerenciamento de recursos (condizente aos tipos de investimento, como alternativa ao custo de carregamento das reservas) quanto a maneira de se utilizar, eficientemente, recursos provenientes de *commodities*, no caso o Pré-Sal, caso haja a possibilidade de tais receitas financiarem, em parte, o FSB.

2.3 Fundo Soberano da Noruega (GPFG[14])

Para finalizar esse capítulo, é necessário apresentar a história, o modo de financiamento e operacionalização dos investimentos do Fundo Soberano Norueguês, mais conhecido por *Government Pension Fund Global* (GPFG).

Criado em 1990, pelo parlamento norueguês, o GPFG tinha como objetivo receber regularmente o capital auferido das receitas provenientes do petróleo para aplicar em outros ativos, de modo a auxiliar o governo na administração de tais receitas a longo prazo. No entanto, teve seu objetivo posteriormente alterado, de modo a promover a transferência intergeracional de riqueza gerada por recursos não-renovaveis, se assemelhando, em parte, com o Fundo Soberano especificado na seção anterior (ADIA).

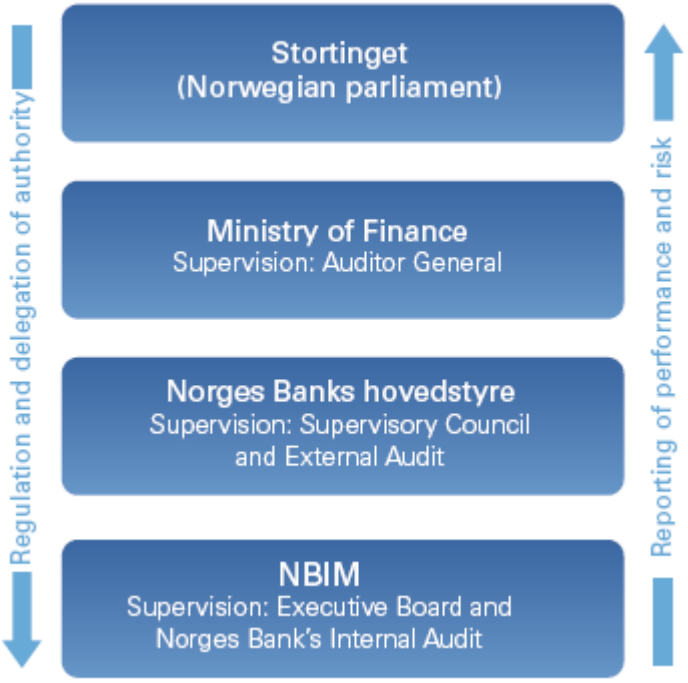
Inicialmente o fundo agia ligado diretamente ao ministro das finanças, mas, ao longo dos anos 1990, acabou se reportando ao *Norges Bank Investment Management* (NBIM[15]), instituição criada para gerir este fundo exclusivamente. Além disso, acabou mudando de nome, de *Government Petroleum Fund* para o que foi citado no início desta seção. É válido apontar que,

[14] Para maior aprofundamento sobre o tema ver:< http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/the-government-pension-fund.html> e <http://english.alarabiya.net/articles/2011/06/10/152707.html>
[15] Para maior aprofundamento sobre o tema ver: <http://www.nbim.no/en/About-us/Government-Pension-Fund-Global/>

tal como o nome, os tipos de aplicações foram alterados, de forma gradual, sendo exclusivamente concentrados em títulos do governo quando da criação do fundo para, atualmente, corresponder a uma gama variada de ativos[16], com expressão maior dos investimentos em *"equity"*.

Para se ter uma melhor visão sobre a estrutura de governança, segue a tabela 31 abaixo.

Tabela 31: Gestão Corporativa



[16] Ver: KREMER, REED, JOSIANE e STANLEY (2011)

Fonte: GPFG Annual Review, 2010.

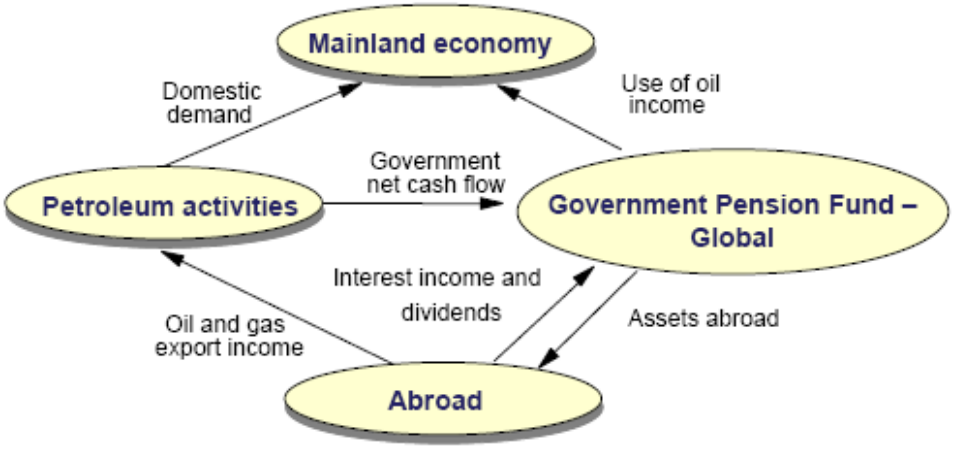
Este sistema de gestão é tão consistente e eficiente que tal modelo é utilizado não apenas pelo fundo ligado ao petróleo, como também pelo fundo nacional de seguros, responsável pela parte operacional referente ao *Government Pension Fund Norway* (GPFN[17]).

Sobre o modo de financiamento do GPFG, foi utilizado o mesmo esquema (tabela 32) para o organograma relativo à governança do sistema, de modo que se permita encadear os processos e os diferentes agentes e mercados que acabam por consolidar a forma e a intensidade de suas ações. A partir dessas ações, as receitas do petróleo e as adquiridas pelo fundo podem ser utilizadas em prol da nação-mãe, neste caso a Noruega, ensejando um espraiamento da demanda e dos benefícios referentes ao setor petrolífero que, outrora, estariam confinados a alguns segmentos econômicos específicos[18].

[17] Ver: <http://www.ftf.no/en/home.aspx>
[18] Ver: ERIKSEN(2006).

Tabela 32: Fluxograma de Impactos Econômicos

Petroleum activities, Pension Fund – Global and the Norwegian economy



Fonte: NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, (2011).

Determinado como se dá o sistema de arrecadamento de recursos bem como a governança corporativa, é a operacionalização dos investimentos e seus resultados nos anos recentes.

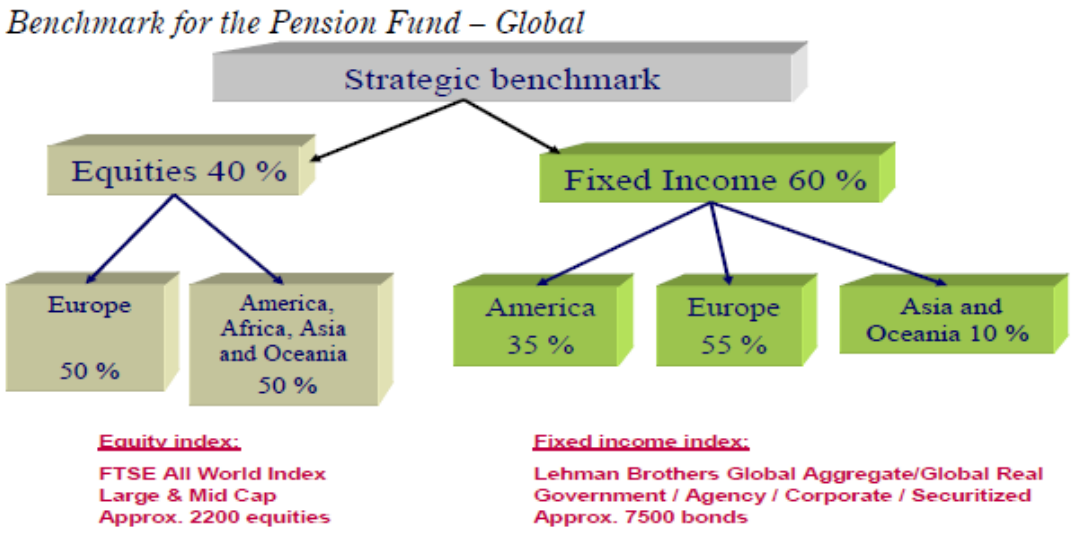
> De acordo com o relatório do GPFG de 2010:
>
> *"The fund is a long-term investor. It is not dependent on short-term funding, has no clearly defined obligations and is not subject to special rules that could require costly adjustments at inopportune times. The fund can withstand periods of great volatility in capital markets and can create value by exploiting opportunities that arise when other investors are forced to safeguard capital in the short term. This can sometimes be done through investments where it may take a long time to realise the underlying value.*
>
> *The goal for the fund is to generate the highest possible return within set risk limits. NBIM takes its starting point in that investment opportunities vary over time and examines how equities, bonds and properties are priced relative to their underlying value. Our focus is on keeping management costs low, identifying specific market opportunities and on improving the risk profile."*
>
> *(GPFG – Annual Report 2010:12)*

O Fundo busca maior eficiência de custos na gestão dos ativos e a escolha de outros fundos externos.

O primeiro critério de eficiência máxima de custos na gestão é utilizado para que os custos incorridos com mudanças em índices de *"benchmarks"* tenham os menores efeitos negativos possíveis para o GPFG, dado o seu grande porte como instituição financeira. É interessante destacar também que o porte da instituição não se apresenta apenas como uma desvantagem, já que pode operar sobre baixos custos marginais, podendo traçar estratégias diferenciadas de investimento, adentrando novos mercados e incorporando outros ativos que seriam impraticáveis a outras instituições de menor porte.

Segue abaixo a tabela 33, relativa ao *"benchmark"* traçado pelo fundo em 2006.

Tabela 33: Benchmarks por tipos de ativos e por região



Fonte: GPFG Annual Review, 2010.

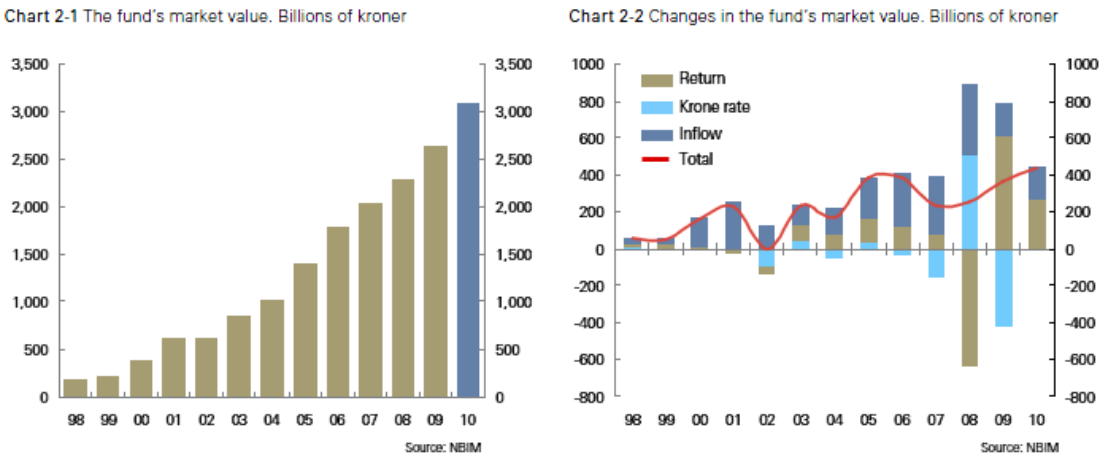
O segundo critério de escolha de fundos externos especializados condiz com uma melhor eficiência e desempenho na administração de seus ativos, já que as aplicações ao redor do mundo passam a ser realizadas por instituições que tenham o *"know-how"* necessário para atuar em determinado segmento e região. Dessa forma, o objetivo é racionalizar a operação de

investimento, de modo a escolher os ativos que estão precificados abaixo de seu "valor real", para que se obtenha o maior retorno possível dentro de parâmetros aceitáveis de risco.

Tanto os índices de *"benchmark"* quanto o desempenho realizado por fundos externos são observados e monitorados constantemente, para que as operações não fujam de controle e se desgarrem dos objetivos principais do fundo em si.

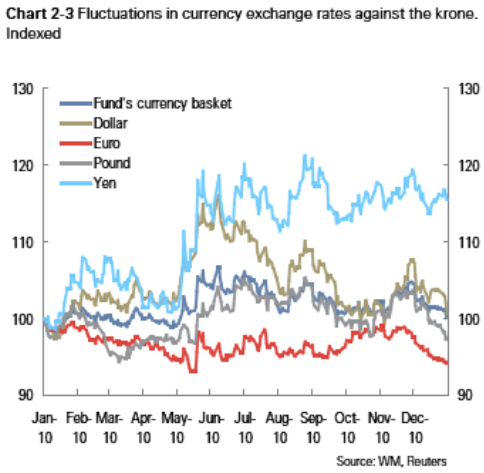
Em relação ao desempenho do GPFG a partir de 2008, podem-se destacar alguns pontos a partir dos dados apresentados nas tabelas 34, 35 e 36:

Tabela 34: O valor de mercado do fundo e suas variações



Fonte: GPFG Annual Review, 2010.

Tabela 35: Variações das taxas de câmbio e retorno anual do fundo



Fund's annual return

	Fund's return Percent	Benchmark return Percent	Relative return Percentage points
1999	12.44	11.21	1.23
2000	2.49	2.22	0.27
2001	-2.47	-2.62	0.15
2002	-4.74	-5.04	0.30
2003	12.59	12.04	0.55
2004	8.94	8.39	0.54
2005	11.09	10.03	1.06
2006	7.92	7.78	0.14
2007	4.26	4.50	-0.24
2008	-23.30	-19.93	-3.37
2009	25.62	21.49	4.13
2010	9.62	8.57	1.06

Fonte: GPFG Annual Review, 2010.

Tabela 36: Evolução dos retornos dos fundos por ativo

Return on fund's equity investments

	Fund's return Percent	Benchmark return Percent	Relative return Percentage points
1999	34.81	31.32	3.49
2000	-5.82	-6.31	0.49
2001	-14.60	-14.66	0.06
2002	-24.39	-24.47	0.07
2003	22.84	22.33	0.51
2004	13.00	12.21	0.79
2005	22.49	20.33	2.16
2006	17.04	17.13	-0.09
2007	6.82	5.67	1.15
2008	-40.71	-39.55	-1.15
2009	34.27	32.41	1.86
2010	13.34	12.61	0.73

Return on fund's fixed-income investments

	Fund's return Percent	Benchmark return Percent	Relative return Percentage points
1999	-0.99	-1.00	0.01
2000	8.41	8.34	0.07
2001	5.04	4.96	0.08
2002	9.90	9.41	0.49
2003	5.26	4.77	0.48
2004	6.10	5.73	0.37
2005	3.82	3.46	0.36
2006	1.93	1.68	0.25
2007	2.96	4.26	-1.29
2008	-0.53	6.07	-6.60
2009	12.49	5.13	7.36
2010	4.11	2.58	1.53

Fonte: GPFG Annual Review, 2010.

Em 2008, com a crise financeira global e o arrefecimento da economia mundial, muitas mudanças ocorreram no modo de atuação do GPFG. Neste ano, o fundo recebeu um aporte de NOK 384 bilhões, investindo totalmente em mercados globais de *"equity"*, aumentando sua alocação em ações para 49,6% de sua carteira, gerando como resultado um

aumento de 0,77% no mercado acionário. Devido às grandes adversidades, o retorno do fundo em moeda nacional foi de -23,3%, o pior de sua história, sendo que os custos operacionais de gestão contribuíram com -3,37% nesse pífio desempenho.

Já em 2009, houveram mudanças significativas realizadas pelo NBIM, o qual visava utilizar o tamanho do fundo e o horizonte de longo prazo de uma melhor maneira. Em decorrência desses ajustes, os ganhos internacionais nos mercados de renda fixa e *"equity"* acabaram impulsionando o valor de mercado do GPFG, atingindo um valor de NOK 2640 bilhões. Esse resultado foi permitido por uma taxa de retorno 4,1% superior a do *"benchmark"*, sendo a renda fixa responsável por 7,4% de retorno e a *"equity"* por 1,8%. É interessante apontar também que, neste ano, foram injetados NOK 169 bilhões no fundo, o menor volume de recursos desde 2004, configurando uma distribuição da carteira de 62,4% em *"equity"* e o restante em renda fixa.

No ano de 2010, a carteira de investimentos foi pouco alterada, tendo investimentos em *"equity"* da ordem de 61,5% e 38,5% em renda fixa, ressaltando ainda um novo ramo de aplicação em imóveis. Além disso, é relevante abordar que a taxa de retorno do fundo foi de 9,6%, ou seja, 1,1% acima da taxa do *"benchmark"*, sendo que as aplicações em *"equity"* representaram um retorno de 13,3% e em renda fixa de 4,1%. Como resultado, o valor de mercado do GPFG aumentou em NOK 437 bilhões, atingindo NOK 3077 bilhões no final do ano.

Deve-se salientar, contudo, que a partir de 2011, um novo plano estratégico de investimento será utilizado para que os retornos absolutos do fundo sejam cada vez maiores. Para que se compreenda essa nova situação, segue abaixo um detalhamento do plano exposto no último relatório anual da instituição:

> *"**New strategic plan:***
>
> *Since NBIM's start in January 1998, the fund's investments have been compared with benchmark indices for equities and bonds. There has been a particular focus on the difference between the fund's return and the return on the benchmarks, referred to as the excess return.*
>
> *NBIM's strategic plan for the period 2011–2013, (...) places more emphasis on the fund's absolute return. The long-term investment outlook and size give more opportunity to invest in assets, such as real estate, that may be difficult to sell at short notice".*
>
> *(GPFG – Annual Report 2010:13)*

Entretanto, o ano de 2011 tem se mostrado muito instável, pois os dois primeiros trimestres apresentaram ganhos muito baixos, enquanto no terceiro foi negativo e a participação em *"equity"* tem caído gradativamente à medida que o retorno desse tipo de aplicação também tem decrescido. Portanto, o investimento em renda fixa teve sua participação aumentada no portfólio da instituição, já que no terceiro trimestre teve uma taxa de retorno de 3,7%, em contraposição a -16,7% das *"equities"*, abarcando uma participação de 44,1% ante uma participação inicial de 38,6%.

Além disso, no terceiro trimestre de 2011, o fundo teve uma redução no seu valor de mercado na ordem de NOK 56 bilhões, o que foi superior aos ganhos obtidos nos outros trimestres, sendo que, em comparação com o *"benchmark"*, teve um melhor desempenho em termos de retorno apenas no primeiro trimestre.

Os tipos de empresas e as regiões que compõem o *portfólio* do GPFG na atualidade estão apresentados nas tabelas 37 e 38:

Tabela 37: Maiores empresas e títulos governamentais no portfólio

Table 1-3 Fund's largest equity holdings as of 30 September 2011

Company	Country	Holdings in millions of kroner
Royal Dutch Shell Plc	UK	23,585
Nestlé SA	Switzerland	23,066
HSBC Holdings Plc	UK	18,207
Novartis AG	Switzerland	16,976
Vodafone Group Plc	UK	16,168
Apple Inc	US	14,713
Exxon Mobil Corp	US	14,327
Roche Holding AG	Switzerland	14,031
BP PLC	UK	13,149
GlaxoSmithKline Plc	UK	12,948

Table 1-4 Fund's largest bond holdings as of 30 September 2011

Issuer	Country	Holdings in millions of kroner
United States of America	US	217,096
UK government	UK	106,553
French Republic	France	77,457
Japanese government	Japan	71,656
Federal Republic of Germany	Germany	60,988
Italian Republic	Italy	43,763
Government of the Netherlands	The Netherlands	2,862
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Germany	22,900
European Investment Bank	Supranational	20,255
Kingdom of Spain	Spain	19,476

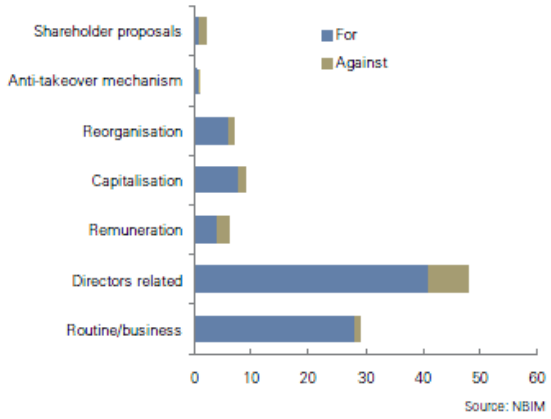
Fonte: GPFG Quarter Review, 2011.

Tabela 38: Maior porcentagem de participação em empresas e resoluções do fundo em relação à recomendação de executivos

Table 10-3 The fund's largest ownership interests as of 31 December 2010. Percent

Company	Country	Interest
China Water Affairs Group Ltd	Hong Kong	9.1
IVRCL Infrastructures & Projects Ltd	India	7.7
BlackRock Inc	US	7.5
Telecity Group PLC	UK	7.3
UPM-Kymmene OYJ	Finland	7.3
Kloeckner & Co SE	Germany	7.0
Smurfit Kappa Group PLC	Ireland	6.7
Pioneer Corp	Japan	6.2
CSR PLC	UK	5.9
Sinclair Pharma PLC	UK	5.8

Chart 11-1 Resolutions where NBIM voted for or against a board's recommendation in 2010. Percent



Fonte: GPFG Quarter Review, 2011.

Tais tabelas evidenciam que muitas empresas transnacionais, líderes em seus respectivos mercados compõem a carteira de investimentos do fundo e que, apesar da diversificação de aplicações no exterior, muito dos investimentos ainda se concentram em países desenvolvidos.

Ademais, a despeito de suas participações nas companhias não ultrapassarem 10%, o NBIM participa ativamente das discussões e decisões mais diversas possíveis dentro dessas, como bem retrata parte do artigo a seguir, exposto no reporte anual de 2010:

> *"**How NBIM votes at companies:***
>
> *NBIM aims to vote at all the general shareholder meetings at the companies the fund invests in. Voting is carried out with the help of an electronic voting platform at a third party that votes on our behalf, following our instructions and guidelines.*
>
> *We identify potentially important and company-specific circumstances that may call for a more detailed analysis of the agenda for a company's general meeting".*
>
> *(GPFG – Annual Report 2010:46)*

Dessa maneira, segundo o que foi apresentado até agora, pode se concluir que a questão a ser aprendida pelo FSB diz respeito tanto à alteração de suas funções após cumprir com seus objetivos no curto e médio prazo quanto à maneira de se utilizar, eficientemente, recursos provenientes de *commodities*, no caso o Pré-Sal, caso haja a possibilidade de tais receitas financiarem, em parte, o FSB. É interessante notar também o modo como a gestão de seus recursos é feito, já que se assemelha, em grande parte, ao modo de atuação do fundo árabe (ADIA).

3. O Fundo Soberano Brasileiro[19]

Este último capítulo visa agregar todas as informações e apontamentos abordados até agora para que se possa apresentar o modo de ação do Fundo Soberano Brasileiro (FSB), com ênfase nas questões cambiais e de incentivos a políticas técnico-inovativas.

É importante frisar também que diversas outras ações são imprescindíveis para o país, contudo, o foco do presente trabalho se limita as duas esferas a pouco destacadas, podendo apresentar apenas alguns *"insights"* sobre outros pontos.

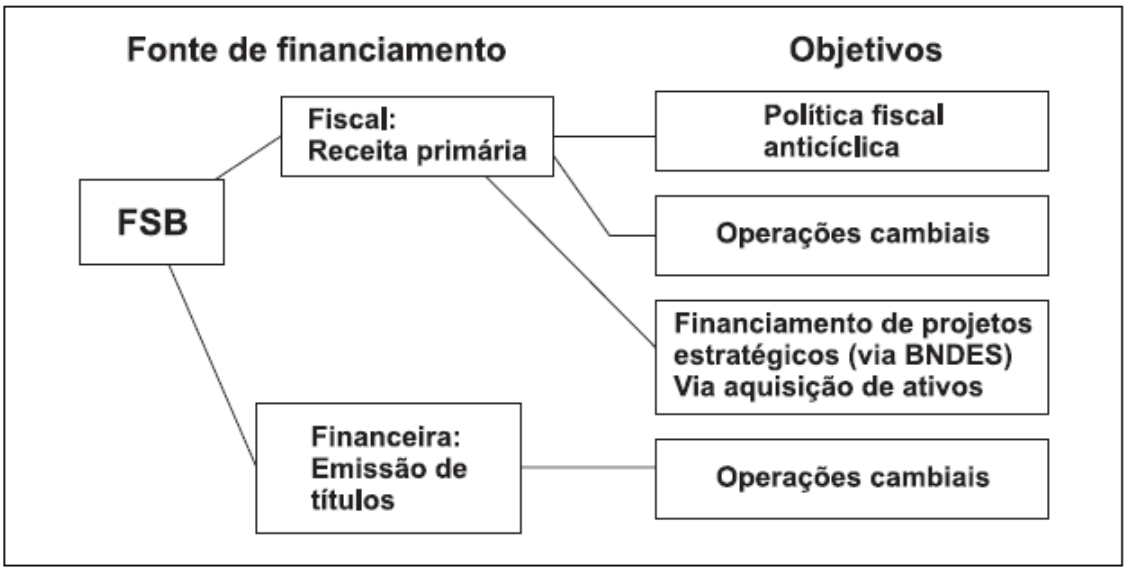
Esse capítulo também se baseará em dois estudos, cujas propostas se assemelham a dois trabalhos: um estudo elaborado para o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), realizado por Sias (2008) e uma dissertação de mestrado defendida, na Fundação Getúlio Vargas, por Caparica (2010).

Os dois trabalhos buscam definir as condições para a constituição do fundo soberano, seus objetivos e seus impactos na economia. Assim, se diferenciam do presente estudo, pois este busca tratar de forma mais aprofundada dos impactos do fundo soberano na economia, principalmente, no que diz respeito à taxa de câmbio e a políticas técnico-inovativas.

Todavia, antes de se analisar essas questões, se faz necessário a apresentação tanto do modo de financiamento do FSB quanto da sua estrutura de governança, pois, através dessas, dos impactos e dos objetivos do fundos, que podemos estabelecer comparações e lições a serem aprendidas em relação aos demais fundos estudados. Sobre o modo de financiamento, segue a tabela 39:

[19] Ver também: <http://www. http://www.swfinstitute.org/fund/brazil/>.

Tabela 39: Fonte de financiamento e objetivos do fundo



Fonte: *Conselho Político, Ministério da Fazenda, 2008.*

Extraído de: Conselho Político, Ministério da Fazenda, 2008, apud. Sias (2008).

Como se pode perceber, o financiamento se dá de dois modos, sendo o primeiro relativo a "uma poupança fiscal de 0,5% do PIB, aproveitando período de crescimento maior da economia e da arrecadação, sem prejuízo as metas fiscais estabelecidas, que conduzem à redução da dívida pública" (Ministério da Fazenda, 2008) e, o segundo, referente à emissão de títulos.

O esquema relaciona as fontes de financiamento com os objetivos atrelados a cada uma destas, logo, a receita fiscal primária é utilizada na política fiscal anticíclica, em operações cambiais e como financiamento de projetos estratégicos, via aquisição de ativos, por intermédio do BNDES, enquanto que a receita proveniente da emissão de títulos é utilizada, exclusivamente, em operações cambiais. No entanto, deve-se enfatizar que, apesar da política fiscal anticíclica ser de suma importância para o crescimento do país, este estudo procura compreender as outras questões relacionadas às operações cambiais e ao financiamento de projetos estratégicos via aquisição de ativos, com participação do BNDES.

Tal compreensão se faz necessária, pois, mais do que remediar uma situação de visível desaceleração econômica, o fundo soberano deveria agir como um propulsor da diferenciação técnico-inovativa, por parte das empresas, além de realizar manobras que

favoreçam a tomada de decisão destas em prol do desenvolvimento e do crescimento. Portanto, o ponto aqui não é servir de contraponto a uma demanda internacional deprimida e sim, promover ações que conciliem melhor rentabilidade para o fundo, maior dinamismo econômico para as empresas e menor vulnerabilidade econômica destas e do país a oscilações externas.

No entanto, cabe colocar que os incentivos, pelo FSB, a processos técnico-inovativos se desmantelaram ao longo do tempo, uma vez que se determinou que tal objetivo será buscado por outros fundos, de cunho desenvolvimentista, a serem criados a partir das receitas do Pré-Sal.

Mesmo assim, o presente trabalho visa apresentar a importância destes incentivos para o país, de modo que o FSB, já instituído, poderia contribuir de forma incisiva, ainda que o faça até a criação e efetiva operacionalização dos demais fundos com caráter desenvolvimentista.

A título de comparação, pode-se afirmar que tal estrutura se assemelha à apresentada pelo CIC, uma vez que há um repasse governamental (receitas primárias) condizente com um acúmulo de reservas em ambos os casos. No entanto, o acúmulo de reservas chinesas ancora-se em condições estruturais "favoráveis", como o patamar da taxa de câmbio e o custo de produção, enquanto que, no Brasil, se daria em momentos de expansão exclusivamente.

É importante frisar que em períodos de expansão econômica doméstica (que permitiriam o aumento da receita primária) não necessariamente são acompanhados por acúmulo de reservas. De qualquer forma, é preciso deixar claro que são dois movimentos que têm promovido o acúmulo de reservas: o aumento da receita fiscal num momento de expansão e o acúmulo de reservas internacionais que no caso brasileiro ocorreu graças ao ingresso de fluxos de capitais. Essa é uma diferença em relação à China, onde o acúmulo de reservas se ancora no superávit em transações correntes e não na conta financeira

Mesmo assim, tal estrutura se mostra favorável à consolidação do FSB no momento presente, quando analisamos as projeções futuras de crescimento da economia brasileira em relação aos demais países.

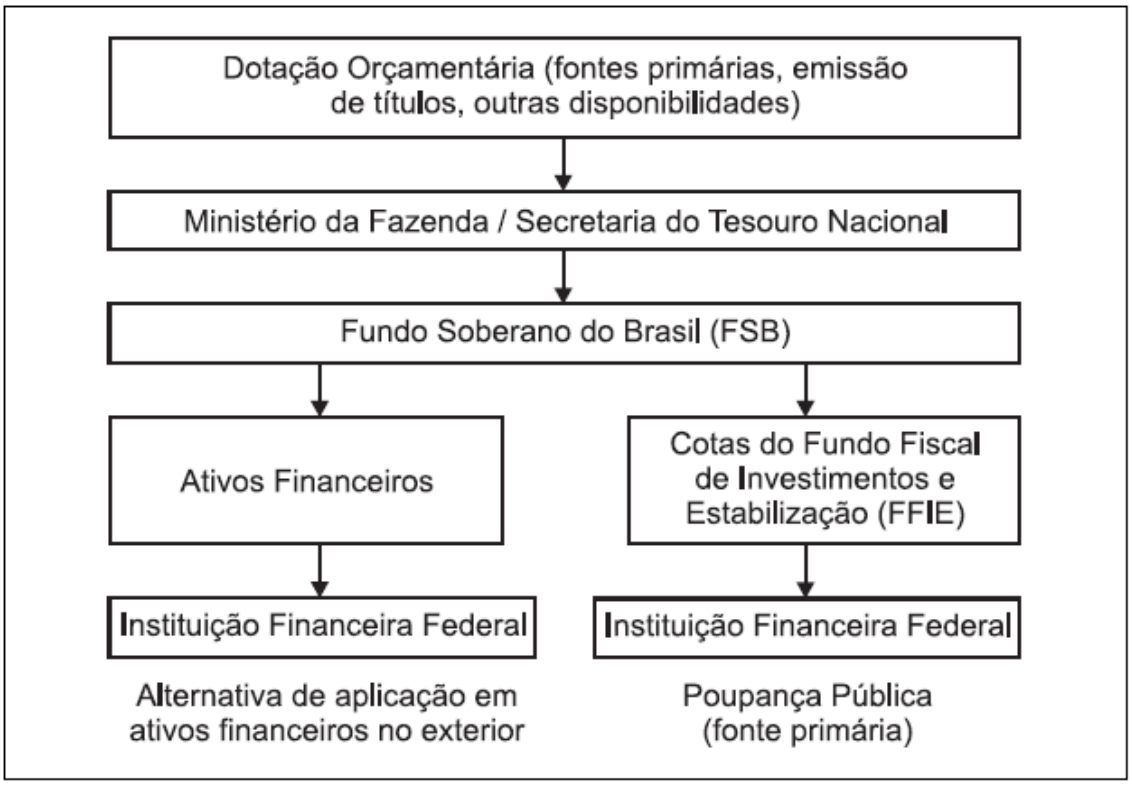
Defende-se aqui que as receitas provenientes do Pré-Sal sejam aderidas como parte do financiamento do FSB, pois não somente sua magnitude, em termos financeiros, se alterará como também tal estrutura se assemelhará as observadas na ADIA e na GPFG. Contudo, é importante destacar que não existem previsões para que tais receitas sejam repassadas ao FSB, já que novos fundos, de cunho desenvolvimentista, serão criados. Por fim, embora o FSB possa se

assemelhar a ADIA, no que diz respeito ao esquema de financiamento, defende-se aqui também que a compensação orçamentária do governo por parte do fundo brasileiro, para que as contas fiscais fechem, não deva existir, dado as características e o histórico do poder político brasileiro.

Dessa maneira, conclui-se que, desde o início das operações do FSB, este fundo tem se sustentado a partir de repasses da poupança fiscal (sem gerar contrapartida em caso de déficit); da rentabilidade de suas próprias aplicações; e a partir das receitas provenientes do Pré-Sal, num primeiro momento, caso o repasse destas, defendido aqui, ocorra. Tal iniciativa poderia abrir espaço também para que parte de outras receitas condizentes com outras commodities fossem incorporadas.

Finalizada esta abordagem, concentremo-nos agora na estrutura de governança do FSB, como apresentado a seguir (tabela 40):

Tabela 40: A Estrutura Organizacional do FSB



Fonte: *Conselho Político, Ministério da Fazenda, 2008.*

Extraído de: Conselho Político, Ministério da Fazenda, 2008, apud. Sias (2008).

Como indica o organograma acima, a Dotação Orçamentária inicial foi repassada ao Ministério da Fazenda, em parceria com a Secretaria do Tesouro Nacional, para que o FSB fosse capitalizado e os investimentos fossem realizados. É importante apontar que os investimentos ocorrerem de duas formas, uma sob ativos financeiros e outra sob Cotas do Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (FFIE[20]), caracterizando alternativas de aplicação em ativos no exterior e poupança pública, respectivamente. Em ambos os casos, uma instituição financeira federal é responsável pela operacionalização das aplicações.

> Como aponta Sias (2008):
>
> *"O formato do FSB previa que o Tesouro concentrasse os recursos do fundo e os usasse para comprar debêntures do BNDES emitidas no exterior. O BNDES, por sua vez, usaria esse novo funding para financiar grandes empresas brasileiras no exterior.*
>
> *Por fim, com relação à rentabilidade, a meta seria a taxa Libor ponderada pelo risco de cada operação, ou seja, o benchmark será no mínimo a Libor, segundo informações do Ministério da Fazenda (2008).*
>
> *Embora haja diversas críticas à proposta do governo, o projeto é interessante por três aspectos: primeiro, sinaliza a diminuição dos gastos governamentais, uma vez que os recursos do fundo virão, inicialmente, de um superávit primário maior, o que ajuda na contenção da demanda interna e facilita o trabalho do Bacen. Esses fatores contribuem indiretamente para a redução da taxa de juros e, conseqüentemente, diminui-se a pressão baixista sobre a taxa de câmbio.*
>
> *Em segundo lugar, atenua o problema da apreciação cambial diretamente, já que vai retirar dólares do mercado brasileiro e direcioná-los para o exterior. Esse superávit inicial é efetivamente muito pequeno para alterar demais a taxa de câmbio, mas se constituiria num importante sinalizador para as formações de expectativas do mercado.*
>
> *Por último, mostra uma preocupação de longo prazo com relação às descobertas futuras de petróleo na costa brasileira e seus efeitos do tipo 'doença holandesa'."*
>
> *(Sias, 2008:26-27)*

Fica claro, portanto, como a rentabilidade do fundo é estabelecida e como se dá o impacto da operacionalização desse fundo sobre a taxa de câmbio e os efeitos da "doença holandesa", com participação imprescindível, no último caso, do BNDES.

[20] O FFIE é um fundo de patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista (União), de natureza privada, e está sujeito a direitos e obrigações próprias. Para mais informações ver: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/ e TAVARES, TAVARES e MOURA (2008).

Sias (2008) também defende que é importante, para a consolidação de um fundo soberano, atender a quatro precondições básicas: ter receitas de exportação concentradas em um único produto, como o petróleo; ter baixo "custo de captação do país"; ter "superávits gêmeos", isto é, superávit fiscal nominal e em transações correntes e ter reservas cambiais elevadas.

No entanto, segundo Sias (2008), tais condições não são necessárias, já que o imprescindível seria atender as funções maiores de um Fundo Soberano Brasileiro, ou seja, conter uma excessiva apreciação cambial em razão de choques externos favoráveis de preços e promover um ajuste anticíclico por parte da política econômica governamental.

Cabe ressaltar também que, com o Pré-Sal, a primeira precondição estaria satisfeita, mas, há de se afirmar que é melhor obter receitas concentradas em um ramo de produtos exportados (*commodities*) do que em apenas um produto, dados os maiores riscos e a maior capacidade de captação de recursos.

Além disso, é importante frisar que o Brasil satisfaz parte da quarta precondição (receitas cambiais elevadas) e que também possui um grande fluxo em moeda estrangeira, esta sim a grande condição para o estabelecimento de um fundo soberano, ainda que seja caracterizada por capitais voláteis.

No entanto, deve-se sublinhar que tal fluxo em transações correntes, apesar de deficitário (como observado na tabela 41), é financiado, sobretudo após 2008, pela combinação de Investimentos em Carteira (mais voláteis) e Investimento Estrangeiro Direto (IED), dessa forma,

> *"(...) Se o país é financiado por investimento estrangeiro direto (IED) – por definição, de prazo mais longo –, então poderia se "alavancar" criando o fundo soberano, desde que suas aplicações fossem em ativos com prazos de maturação, em média, menores que o IED. (...) O importante, nesse caso, é que não haja um "descasamento de prazos": um investimento de longo prazo do fundo soberano (ativo do país) deve ser financiado com a entrada de IED (passivo), em teoria, mas estável e de maturação elevada."*
>
> *(Sias, 2008:29)*

Por fim, o autor apontava que, caso o *"investment grade"* trouxesse mesmo os investimentos de longo prazo (o que de fato tem ocorrido desde 2008, com a declaração de que o

país atingiu esse nível de investimento), de modo que faria sentido criar um fundo soberano para "neutralizar" os efeitos da chegada desses recursos na taxa de câmbio, observando a maturidade dos investimentos.

Tabela 41: Balanço de Pagamentos do Brasil

Balanço de pagamentos
US$ milhões

Discriminação	2006	2007	2008	2009	2010
Balança comercial (FOB)	46457	40032	24836	25290	20221
Exportação de bens	137807	160649	197942	152995	201915
Importação de bens	-91351	-120617	-173107	-127705	-181694
Serviços e rendas (líquido)	-37120	-42510	-57252	-52930	-70373
Serviços	-9640	-13219	-16690	-19245	-30807
Receita	19476	23954	30451	27728	31821
Despesa	-29116	-37173	-47140	-46974	-62628
Rendas	-27480	-29291	-40562	-33684	-39567
Receita	6462	11493	12511	8826	7353
Despesa	-33942	-40784	-53073	-42510	-46919
Transferências unilaterais correntes	4306	4029	4224	3338	2788
TRANSAÇÕES CORRENTES	13643	1551	-28192	-24302	-47365
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	16299	89086	29352	71301	99662
Conta capital	869	756	1055	1129	1119
Conta financeira	15430	88330	28297	70172	98543
Investimento direto	-9380	27518	24601	36033	36919
Investimento brasileiro direto	-28202	-7067	-20457	10084	-11519
Participação no capital	-23413	-10091	-13859	-4545	-26782
Empréstimo intercompanhia	-4789	3025	-6598	14629	15263
Investimento estrangeiro direto	18822	34585	45058	25949	48438
Participação no capital	15373	26074	30064	19906	40117
Empréstimo intercompanhia	3450	8510	14994	6042	8321
Investimentos em carteira	9081	48390	1133	50283	63011
Investimento brasileiro em carteira	6	286	1900	4125	-4784
Ações de companhias estrangeiras	-915	-1413	257	2582	6211
Títulos de renda fixa	921	1699	1643	1542	-10995
Investimento estrangeiro em carteira	9076	48104	-767	46159	67795
Ações de companhias brasileiras	7716	26217	-7565	37071	37684
Títulos de renda fixa	1360	21887	6798	9087	30111
Derivativos	41	-710	-312	156	-112
Ativos	482	88	298	322	133
Passivos	-441	-799	-610	-166	-245
Outros investimentos	15688	13131	2875	-16300	-1274
Outros investimentos brasileiros	-8416	-18552	-5269	-30376	-42575
Outros investimentos estrangeiros	24104	31683	8143	14076	41301
ERROS E OMISSÕES	628	-3152	1809	-347	-3197
RESULTADO DO BALANÇO	30569	87484	2969	46651	49101

Fonte: Banco Central do Brasil, 2011.

Conclui-se, dessa maneira, que as projeções de investimento estrangeiro de longo prazo, não só pelo *"investment grade"*, mas também pelas perspectivas de crescimento da economia brasileira, somada as receitas futuras do Pré-Sal e as reservas cambiais relevantes, acabam por consolidar o fundo soberano como grande agente financeiro. Afinal, suas funções são de extrema importância na manutenção da demanda e na redução da vulnerabilidade externa, via incentivo a políticas técnico-inovativas e cambiais.

Caparica (2010) corrobora tais argumentos enfatizando a utilização do fundo soberano como instrumento de política econômica.

> *"No aspecto fiscal, institucionaliza permanentemente o caráter anticíclico dos gastos governamentais, ajudando na "calibragem" da demanda agregada. Com base em estudos econométricos, o Fundo Monetário Internacional mediu a eficácia dos Fundos Soberanos tendo por base 12 economias, das quais 5 exportadoras de recursos naturais e 7 exportadoras de produtos manufaturados, alcançando algumas conclusões interessantes. Para países abundantes em recursos naturais, o estabelecimento de um Fundo Soberano não teve impacto em moderar os gastos do governo. No entanto, o estabelecimento de Fundos Soberanos auxiliou na manutenção de políticas precaucionistas em contexto de variabilidade das receitas governamentais em função da volatilidade dos preços dos recursos naturais exportados. Contudo, em termos gerais, conclui-se que países com políticas fiscais bem planejadas é que tendem a criar estes instrumentos, e não é o estabelecimento do fundo que irá aumentar a restrição dos gastos públicos.*
>
> *No aspecto cambial, uma política monetária menos expansionista diminui a pressão de baixa na taxa de cambio indiretamente, uma vez que irá reduzir a oferta de dólares no mercado e direciona-los para o exterior, atenuando problemas causados pela apreciação cambial. O Fundo Soberano diversifica os riscos do país ao comprar ativos (ações, títulos públicos e privados, entre outros) denominados em moeda estrangeira, protegendo a economia contra flutuações cambiais indesejadas.*
>
> *Já no aspecto industrial, ao investir em ativos denominados em diferentes moedas, os Fundos Soberanos refletem uma preocupação de longo prazo com efeitos do tipo "doença holandesa" em países que são grandes exportadores de recursos naturais (especialmente aqueles cuja pauta de exportação é pouco diversificada).*
>
> *Em relação ao aspecto monetário, os Fundos Soberanos podem auxiliar na concessão de crédito em momentos de restrição por parte dos bancos comerciais, estimulando a economia a continuar investindo sem que o Banco Central tenha que implementar cortes nas taxas de juros domésticas para incentivar o investimento privado."*
>
> *(Caparica, 2010:21-22)*

Como é possível perceber, mais uma vez, o destaque aqui será baseado nos três últimos parágrafos dessa citação, uma vez que os aspectos cambial, industrial e monetário são o cerne da proposição desse trabalho, além de estarem intrinsecamente correlacionados.

No que diz respeito ao aspecto cambial, o autor pontua que:

> *"(...) o FSB pode gerar desenquadramento em relação à norma que afirma que o Fundo não pode fazer aplicações deficitárias. Se emitir títulos no mercado interno e alocar os recursos obtidos na compra de dólares na tentativa de deter a valorização do Real, o FSB poderá ter prejuízo nos seus investimentos, além de restar à questão de como os Reais injetados na compra de dólares serão esterelizados pelo Banco Central.*
>
> *Neste sentido, constituir um Fundo Soberano pode não ter o resultado esperado, uma vez que a tendência de apreciação do Real deve se manter por um longo período de tempo, salvo nova crise financeira global."*
>
> *(Caparica, 2010:44)*

Contudo, há de se colocar que o FSB age no sentido não de promover uma alteração na taxa de câmbio em si, já que não tem poder suficiente para isso, mas, na verdade, embutiria uma representação da tendência da taxa cambial.

Além disso, se analisarmos conjuntamente a informação de que o FSB poderá operar no mercado de câmbio futuro, conclui-se que a taxa de câmbio poderia ser alterada tanto de forma direta, por meio do mercado futuro, quanto de forma indireta, ao apresentar tendências no mercado à vista. Como destacam Farhi & Prates (2009), isto é,

> *"com um mercado de derivativos de câmbio desenvolvido e um elevado grau de abertura financeira (que cria "vasos comunicantes" com o mercado de derivativos de câmbio off-shore), as negociações envolvendo esses instrumentos financeiros exercem uma influência fundamental na evolução da taxa de câmbio nominal. As operações de arbitragem no tempo constituem o principal mecanismo de transmissão entre a taxa do mercado futuro e a taxa de câmbio à vista.".*
>
> *(Farhi & Prates, 2009:17)*

A influência do mercado de derivativos cambiais na dinâmica da taxa de câmbio do real é apontada também por Garcia&Ventura (2009), segundo os quais a cotação da taxa de

câmbio se forma primeiro no mercado futuro, sendo então transmitida por arbitragem para o mercado à vista.

É importante mencionar também outra peculiaridade do mercado de câmbio brasileiro, onde a liquidação desses contratos não envolve a entrega física, ou seja, é *"non-deliverable"*. Assim, o FSB pode influenciar decisivamente a determinação da taxa de câmbio.

Caparica (2010) também levanta as seguintes questões em relação ao FSB: (i) sua incapacidade de alterar o panorama do Balanço de Pagamentos; (ii) o fato de que não necessariamente seria "ruim" acumular reservas; (iii) o fato de que a apreciação cambial seria um "mal" necessário para que se aumentassem as importações, de máquinas e equipamentos principalmente, o que acabaria favorecendo um crescimento econômico sustentável.

É importante tecer algumas considerações sobre essas questões. Em primeiro lugar, o intuito do FSB não é alterar o Balanço de Pagamentos, mas contribuir para a gestão do excesso de moeda estrangeira no mercado de câmbio.

Em segundo lugar, o foco do fundo soberano não seria criar uma taxa de câmbio artificial, mas, na verdade, fazer com que não haja um *"overshooting cambial"*, ocasionado por especulações ante o real (através de capitais voláteis), além de mitigar os efeitos de injeções de capital via IEDs, já que poderiam impactar negativamente a taxa de câmbio, dado a incompatibilidade temporal entre resposta da taxa de câmbio e prazo de investimento, ou seja, a resposta da taxa de câmbio a essas injeções seriam rápidas e intensas apesar de tais investimentos se caracterizarem por seu prazo mais longo.

Em terceiro lugar, no que concerne ao acúmulo de reservas, que são fundamentais para reduzir a vulnerabilidade externa, acém de contribuir para a queda do risco-país e a melhora da percepção de risco por parte dos investidores, o FSB possibilitaria a redução do "custo de carregamento" dessas reservas, já que apresenta uma rentabilidade maior do que as meras aplicações realizadas pelo Bacen.

Em quarto lugar, no que diz respeito aos impactos cambiais sobre as importações, principalmente sobre máquinas e equipamentos, embora a apreciação barateie essas importações, ela tem efeitos deletérios (que mais do que anulam esse suposto efeito benéfico sobre o investimento), quais sejam o "desadensamento" da cadeia industrial doméstica e compromete o desempenho da exportação de bens manufaturados.

Em suma, o FSB deve atuar em duas vertentes, embora ainda não tenha o feito de forma incisiva.

A primeira seria como alternativa ao "custo de carregamento" das reservas, já que apresentaria maior rentabilidade e um risco não tão significativo dado a maior diversificação das aplicações. Ressaltam-se aqui os exemplos da ADIA e do GPFG, os quais terceirizaram essas operacionalizações a agentes especializados em determinados setores e, com isso, tem obtido melhores retornos do que outros fundos soberanos.

A segunda vertente consistiria na atuação no mercado de câmbio, futuro e à vista, de forma a mitigar os impactos especulativos ante o real bem como "suavizar" a volatilidade cambial.

É imprescindível colocar também que o trabalho do FSB deve ir de encontro a taxas cambiais que favoreçam as exportações. Para isso, talvez financiamentos e créditos com melhores condições sejam uma alternativa aos importadores de máquinas e equipamentos, podendo ser realizados pelo próprio Fundo Soberano Brasileiro.

Como fruto dessas medidas e a expectativa de redução da taxa de juros brasileira para os próximos anos, espera-se que operações de *"carry trade"* sejam desestimuladas em parte, beneficiando outros tipos de investimento, como IEDs, que gerem mais valor a produção industrial brasileira. Além disso, a balança comercial pode apresentar melhora pela menor apreciação cambial, a despeito da continuada onda de importações que se mostra necessária a nossa economia, e que a melhora na rentabilidade das aplicações das reservas cambiais promovam uma retroalimentação nesse ciclo, para que o crescimento brasileiro não se depare com diversos entraves.

Entretanto, não é somente por meio de medidas cambiais e de aplicações financeiras que o FSB deve agir para que seja assegurado um processo de crescimento contínuo, afinal, o Brasil possui uma economia sobrepujante, mas ainda em desenvolvimento. Dessa maneira, para que o processo de *"catch up"* seja finalizado, outras medidas devem ser tomadas.

O presente trabalho visa dar o destaque agora para o processo técnico-inovativo, uma das mais importantes medidas, é tido como fator-chave na maior agregação de valor de uma cadeia produtiva além de propiciar que um país restabeleça sua posição na geografia produtiva mundial. Assim, o incentivo a esse processo é algo que não só deve ser abordado como

enfatizado para um país que almeja alcançar a maturidade econômica de países como EUA, Alemanha, Japão entre outros.

Dentre os autores que corroboram tal idéia destaca-se Hiratuka & Sarti (2011), quando afirmam que:

> *"(...) depois de um longo período de estagnação, a indústria brasileira voltou a dar sinais de um crescimento mais forte no período recente. (...) Apesar disso, não se pode dizer que um desenvolvimento econômico mais sustentado, associado a um desenvolvimento industrial robusto está assegurado. (...) A perspectiva adotada neste artigo é de que a indústria brasileira vai passar nos próximos anos por um momento chave em se definirá qual o seu papel no desenvolvimento econômico brasileiro. Este papel pode ser um papel muito mais ativo, com a constituição de um circulo virtuoso sustentado pela geração renda e emprego no mercado interno, fomentando novos investimentos, capacitação tecnológica e maior inserção externa no longo prazo. Ou, pelo contrário, um papel mais subordinado, com uma estrutura mais especializada, com o consumo dependendo muito mais das rendas e transferências geradas pelas atividades exportadoras consolidadas nos setores de commodities agrícolas e minerais e, em um futuro próximo, das atividades do Pré-Sal."*
>
> *(Hiratuka & Sarti, 2011:02)*

Complementando estas idéias os autores pontuam que

> *"são necessários, além dos investimentos induzidos puramente pela expansão da demanda, um conjunto de investimentos estratégicos capazes de mudar significativamente as capacitações existentes nos sistemas produtivos e melhorar as condições de aproveitamento das oportunidades existentes. Embora a existência de uma demanda externa relevante possa significar uma oportunidade para países com recursos e capacitações para atender a essa demanda, para um país com uma estrutura industrial diversificada como a do Brasil, a forma como essas oportunidades podem ser capturadas dependem também da intensidade com que se consiga articular capacitações produtivas e tecnológicas em outros setores a jusante e a montante."*
>
> *(Hiratuka & Sarti, 2011:26-27)*

Como se pode perceber, a crise de 2008 e a lentidão com que os países desenvolvidos tem se recuperado da mesma abrem uma grande oportunidade para a economia brasileira e, principalmente, a indústria nacional, afinal, grande parte do crescimento econômico sustentável está conectado diretamente a esta. No entanto, para que esse setor se cristalize como um vetor de

crescimento econômico nacional é necessário que investimentos estratégicos sejam realizados, visando tornar tal segmento competitivo internacionalmente.

Dessa forma, as indústrias brasileiras precisam assumir uma posição de destaque dentro da cadeia de valor de seus produtos, o que embute a idéia de desenvolvimento

> *"na logística de distribuição e aumento do domínio sobre canais de comercialização internacionais", além de "reforçar capacitações produtivas e tecnológicas nas atividades de fornecimento e suporte (serviços especializados, serviços financeiros e logística de fornecimento). Na maior parte das vezes, esse movimento precisa ser acompanhado do aumento da escala empresarial e do grau de internacionalização dos atores principais (...)."*
>
> *(Hiratuka & Sarti, 2011:27)*

Quando consideramos também o mercado interno, o desafio é fazer com que o crescimento da demanda não se reflita apenas em expansão produtiva, mas em

> *"mudanças estruturais de longo prazo, viabilizando o aproveitamento de economias de escala e escopo, o acúmulo de capacitações tecnológicas e organizacionais e maior grau de internacionalização, garantindo ao mesmo tempo aumentos substanciais de produtividade para sustentar a taxa de crescimento da renda."*
>
> *(Hiratuka & Sarti, 2011:27)*

Conclui-se então que mudanças estruturais são não somente necessárias como precondições para que a indústria nacional se fortaleça, em termos produtivos e empresariais, tanto do ponto de vista interno quanto externo.

Para tanto, existem dois eixos que possibilitam tal desfecho, sendo um primeiro de cunho estratégico em longo prazo e o segundo mais curto prazista, mas ainda essencial.

O primeiro eixo citado condiria com financiamentos e credito para programas de desenvolvimento tecnológico, pautadas, em especial, em pesquisa e desenvolvimento (P&D) de produtos, programas, processos entre outros, pois se sabe que, às vezes, as fusões e aquisições não visam adquirir patamares produtivos e tecnológicos superiores, mas "apenas" outros fatores de cunho estratégico tais como marca, logística e canais de comercialização.

Já o último se constituiria em fusões e aquisições entre empresas brasileiras e, sobretudo, entre empresas brasileiras e estrangeiras, como abordado por Fernando Sarti em entrevista para o portal Unisinos[21], onde afirma que o FSB

> *"poderia, dentro de uma lógica financeira, usar parte desses recursos para financiar os investimentos das empresas nacionais, sobretudo nas grandes operações de aquisições e fusões, a exemplo da China. É evidente que, se estas reservas são denominadas em dólar, o país terá que financiar operações que dêem resultado em moeda forte. O BNDES com toda sua expertise na análise de crédito e de planos de negócios, em cooperação com outras instituições públicas e/ou privadas, poderia coordenar o funcionamento do fundo."*
>
> *(Sarti, 2011:01)*

Outra questão favorável à maior participação do FSB com as empresas brasileiras seria o fato de se mostrar como um importante instrumento de financiamento no processo de consolidação e internacionalização produtiva/comercial dessas. Em contrapartida, haveria uma remuneração financeira desses financiamentos e a valorização dos ativos dessas empresas impactaria positivamente o desempenho do fundo, já que tais ativos fariam parte da diretriz do FSB como forma de diversificar investimentos e aumentar a rentabilidade das aplicações das reservas cambiais.

Desse modo, analisando a estrutura do Balanço de Pagamentos brasileiro no médio e longo prazo, espera-se que os investimentos diretos brasileiros no exterior (IBDEs) cresçam com tais incentivos, podendo, inclusive, superar os IEDs. Tal fato, segundo Hiratuka & Sarti (2011), configura-se

> *"no plano microeconômico o reforço das capacidades competitivas e no plano macroeconômico uma maior estabilidade nos fluxos cambiais."*
>
> *(Hiratuka & Sarti, 2011:34)*

É prudente colocar que um dos fatores decisivos no sucesso de todas as abordagens feitas até agora diz respeito às taxas de juros, afinal nota-se que há uma estreita relação entre

[21] Ver:<http://www.ihu.unisinos.br/index.php?option=com_entrevistas&Itemid=29&task=entrevista&id=43843>

diferencial de juros, aumento de remessas de capital via conta financeira e intensificação da apreciação cambial.

Portanto, como colocam Hiratuka & Sarti (2011),

> *"(...) A redução no diferencial de juros não apenas reduziria os fluxos de investimento em carteira, como estimularia, via expansão da demanda doméstica, o aumento do IDE e da reinversão dos lucros das filiais de empresas estrangeiras, melhorando o padrão de financiamento do balanço de pagamentos."*
>
> *(Hiratuka & Sarti, 2011:34)*

Devemos ressaltar, porém, que os responsáveis pela política econômica já apontaram, na ultima reunião do Copom, em novembro de 2011, para uma perspectiva de baixa na taxa de juros brasileira, corroborando a visão de diminuição do *"gap"* existente entre esse índice e a taxa de juros internacional. Soma-se a isso o comprometimento explicito pela presidente do Brasil, Dilma Roussef, de apoiar tais medidas, delineando assim uma tendência baixista dessa taxa.

Além disso, cabe destacar que a taxa de juros, desde a instituição do tripé câmbio flutuante/metas de inflação/superávit primário, tem sido utilizada como instrumento de combate a inflação para que permaneça entre os limites determinados, a cada ano, pelo Bacen. Entretanto, diversos autores pós-keynesianos, dentre eles Sicsú (2002), têm afirmado que a capacidade de aumento na taxa de juros em promover uma redução na inflação tem sido diminuta, uma vez que a vertente *"pass-through"* câmbio/preços é muito mais significativa do que a relação juros/preços.

Lembremos, por fim, que políticas referentes à taxa de juros bem como a sua operacionalização são de extrema importância no debate relativo à sustentação do crescimento econômico, entretanto, reafirma-se aqui que todas essas colocações não fazem parte do escopo do presente trabalho.

Voltando às políticas técnico-inovativas, é importante sublinhar que estas têm sido tratadas até o momento sem que seus impactos sobre a economia como um todo tenham sido registrados. Assim, façamos um breve exercício pautado por conceitos teóricos.

Com um mundo cada vez mais interconectado e a expansão de economias com grande quantidade de mão-de-obra, como a chinesa e a indiana, nota-se uma tendência de diferenciação entre as empresas nos mais variados aspectos, inclusive em preços, culminando em um acirramento concorrencial com perspectivas de "eficiência máxima" no padrão produtivo[22].

Dentro desse panorama, segmentos produtivos de menor valor agregado, como as *"commodities"*, têm sido os maiores impactados por tais processos, evidenciando uma busca incansável pela redução do custo produtivo, logístico e distributivo. Como resultado desse movimento, observa-se uma maior mecanização desses setores e uma conseqüente queda de participação da mão-de-obra nos mesmos[23].

Com o crescimento econômico mundial durante os anos 2000, grande parte desses trabalhadores foram "realocados" para outros setores mais dinâmicos e acabaram consolidando o mercado interno brasileiro em conjunto a um quadro macroeconômico estável, de inflação controlada e com substanciais ganhos na renda, dados os reajustes salariais acima da inflação e os programas de repasse de renda[24].

Na constituição desse mercado há de se destacar também a queda na informalidade[25] propiciada por esse crescimento, facilitando o acesso ao crédito pessoal, resultando em um aumento do número de trabalhadores, do salário em si e do próprio crédito pessoal, ou seja, a massa salarial brasileira se tornou robusta quando comparada ao período conturbado das décadas de 80 e 90.

Desse modo, quando a crise financeira de 2008 solapou as mais variadas aplicações e investimentos, nosso país não foi tão afetado[26], afinal, houve um recrudescimento dos investimentos voltados ao exterior em relação aos investimentos destinados ao mercado interno.

Contudo, devemos sublinhar que a conexão existente entre mercado internacional e brasileiro é estreita em um mundo globalizado, assim, como forma de mitigar vulnerabilidades econômicas, não podemos nos dar ao luxo de centrarmos os esforços de investimento apenas nos baseando em nosso próprio mercado.

---

[22] Ver: Nonnenberg, Levy, Negri & Costa (2008)
[23] Ver: EMBRAPA (2006).
[24] Ver: Soares, Soares, Medeiros & Osório (2004).
[25] Ver: Mello & Santos (2009).
[26] Ver: Almeida (2010) em < http://terramagazine.terra.com.br/interna/0,,OI4347347-EI6613,00-Como+o+Brasil+superou+a+crise.html>

Além disso, estima-se que os ganhos de renda continuem, lembrando ainda que, há espaço para mais trabalhadores serem agregados ao mercado de trabalho formal, seja pela queda na informalidade, seja pela "realocação" da mão de obra ou por novos entrantes nesse mercado. Portanto, a expectativa é que o mercado interno se torne cada vez mais sobrepujante e que o mercado externo se recupere ainda que lentamente[27].

Relembrando antigos teóricos, é fácil perceber a semelhança entre o processo apresentado e os ideais apontados por John M. Keynes[28] nos idos de 30. Afinal, é justamente o "boom" consumista (demanda) e as suas perspectivas que têm servido de base para as tomadas de decisões de investimentos, visando ampliar a capacidade produtiva (oferta) das empresas.

Dessa forma, o movimento capitalista globalizado tem engendrado e reforçado a relação demanda/oferta, exatamente nesse sentido e direção.

Evidencia-se também outro ponto-chave abordado por Keynes que é a maior capacidade do investimento gerar renda ante o consumo. Assim, o enquadramento econômico e a visão deste para o médio e longo prazo, apresentados até o momento, corroboram com as expectativas de o investimento assumir papel determinante no cumprimento desse objetivo daqui para frente.

Como colocado a pouco, o acirramento da concorrência no âmbito nacional, bem como internacional, têm promovido a busca incessante do setor privado, em especial, por uma maior diversificação de seus produtos, processos e serviços, com o intuito de maximizar suas receitas tanto na jusante (margem) quanto na montante (custos). Assim sendo, prevê-se que continuará a ocorrer um processo intensificado de fusões e aquisições, pois, como já apontado por Steindl[29], é através das coligações de empresas, na conformação de uma organização maior, em que as vantagens de escala e escopo se sobressaem, possibilitando a estruturação de um agente flexível e de grande envergadura financeira.

É importante colocar que Steindl faz tais afirmações acerca das vantagens dos oligopólios, mas acaba por enfatizar que foram esses os grandes responsáveis pela estagnação da

[27] Ver: Neto (2010) em < http://www.oradarsindical.com.br/oradarsindical/blogdoneto/index.php/2011/07/27/mantega-mercado-interno-e-aumento-do-investimento-sao-importantes-armas-do-brasil-contra-crise-externa/>
[28] Ver: Keynes (1936)
[29] Ver: Steindl (1983)

economia americana em parte do século XX, dada a concorrência desleal entre tais agentes e os demais.

Entretanto, além das questões de escala e escopo, a conformação de grandes instituições se mostra como pressuposto no panorama apresentado, pois estas são capazes de agregar recursos financeiros suficientes para agregar maior valor, reduzir custos e diferenciar produtos, processos e programas, através do melhor meio para se atingir tal objetivo, ou seja, pela pesquisa, inovação e desenvolvimento dentro do espectro de atividades citadas[30].

Nesse sentido, os estudos de Schumpeter[31] devem ser salientados, afinal, nesse clima, comercial e financeiro, tão competitivo, é a "destruição criadora" a grande vertente dinamizadora da economia, capaz de determinar a falência ou o crescimento e fortalecimento de certas empresas e segmentos.

Com o exposto, nota-se que os ideais de Schumpeter e Steindl, apesar de antagônicos, se tornam complementares na medida em que a constituição de oligopólios é imprescindível para que as empresas consigam se diversificar e reduzir custos, por meio das inovações (P&D), de forma a se equipararem e se tornarem flexíveis em um mercado extremamente globalizado, ágil e em constante mutação.

Passemos agora às conclusões sobre o estudo.

4. Considerações finais

Dentro da proposta de trabalho, foi apresentado que a crise de 2008 só não se constituiu em depressão global devido às massivas políticas anticíclicas dos governos e embora a presença de certos agentes institucionais no mercado financeiro global, conhecidos como Fundos Soberanos, ou **Sovereign Wealth Fund** (SWF), não tenha se constituído como ponto oposto às mazelas da crise mundial, sua relevância não deve ser pormenorizada, pelo contrário. Devemos, na verdade, nos atentar para a capacidade destes agentes atuarem como estabilizadores do sistema, algo possível de ocorrer, se observarmos as atuações destes em um momento pré-crise econômica.

[30] Ver: Ecodebate (2010) em < http://www.ecodebate.com.br/2010/08/20/conjuntura-da-semana-economia-brasileira-desafios-e-perspectivas/>
[31] Ver: Schumpeter (1964)

Dessa maneira, dado os ocorridos, as relevâncias dos investimentos desses fundos bem como suas estratégias passaram e continuarão a ficar em pauta no circuito financeiro.

No entanto, deve-se destacar que os fundos soberanos já existem há bastante tempo, embora sua proliferação tenha se mostrado mais acentuada durante os anos 2000 não só pelo cenário macroeconômico global, de alto desempenho dos países em desenvolvimento e alta no preço das commodities (Efeito China), como também devido à nova forma (menos custosa) dos bancos centrais lidarem com as reservas cambiais acumuladas ocorridas a partir da década de 1990.

É importante frisar que há uma tendência mundial em favor da criação dos fundos soberanos, em particular de países emergentes ou ricos em recursos naturais, e assim, abre-se um espaço para que o Brasil consolide o FSB em um fundo com grande atuação e significativa envergadura financeira. Outra questão preponderante apontada pelo estudo é o fator Pré-Sal, pois, embora suas futuras receitas não façam parte do financiamento desse fundo, nota-se que há uma oportunidade imensa de retorno, caso essa decisão seja revertida, uma vez que o FSB já está atuando no mercado financeiro.

Além disso, lembremo-nos que nosso país, apesar de ter apresentado condições favoráveis ao longo dos anos 2000, no que diz respeito à dívida externa, mercado interno e externo, não deixou de pertencer ao grupo dos emergentes. Portanto, ainda enfrenta diversos problemas condizentes com gargalos de infra-estrutura e competitividade de suas empresas em âmbito internacional e nacional, dado a manutenção do câmbio em patamares favoráveis às importações.

No que concerne o câmbio, o FSB deve agir mais vigorosamente de modo que a taxa de câmbio seja alterada tanto de forma direta, por meio do mercado futuro, quanto de forma indireta, ao apresentar tendências no mercado à vista.

Destaca-se aqui, sobretudo, a forma direta de lidar com a taxa de câmbio, pois, dada a peculiaridade do mercado de câmbio brasileiro, a liquidação desses contratos não envolve a entrega física de moeda e o preço pago por derivativos de cambio, principal ativo negociado, é muito inferior ao principal, caracterizando operações alavancadas por parte dos agentes. Como resultante temos que o FSB pode sim influenciar decisivamente na determinação da taxa de câmbio, além de delinear expectativas quanto à mesma no mercado à vista.

Dessa forma, a atuação mais expansiva do fundo soberano não ocorrerá para criar uma taxa de câmbio artificial, mas, na verdade, para fazer com que não haja um *"overshooting cambial"*, ocasionado, principalmente, por especulações ante o real (capital especulativo), além de mitigar os efeitos de injeções de capital especulativo via IEDs, de prazo mais longo (podendo gerar um descasamento entre câmbio e prazo de investimento). É de conhecimento geral também que haverá esforços por parte do governo visando reduzir o diferencial de juros entre o Brasil e o resto do mundo.

Por fim, os impactos no câmbio em relação à área produtiva, mediante essa atuação mais forte, ocorreriam que houvesse uma "suavização" da volatilidade da taxa de câmbio, de maneira que os exportadores de outros produtos que *não commodities* fossem beneficiados, dado a peculiaridade desse segmento, ao mesmo tempo em que as importações de máquinas e equipamentos continuassem, num primeiro momento, já que são de extrema importância na constituição de um crescimento econômico sustentável.

Já em relação à possível promoção de políticas técnico-inovativas, para que o processo de *"catch up"* seja alcançado, pode-se dizer que o FSB poderia ter o propósito, em um primeiro momento, de propiciar mudanças estruturais na indústria brasileira, pois tais alterações são tidas como precondições para que a indústria nacional se fortaleça, em termos produtivos e empresariais, tanto do ponto de vista interno quanto externo.

Apenas para relembrar, devemos enfatizar que existem dois eixos que possibilitam tal desfecho, sendo um primeiro de cunho estratégico em longo prazo (crédito e financiamento as empresas para investir em P&D) e outro mais curto prazista, mas ainda essencial (auxiliar financeiramente em operações de fusões e aquisições).

Cabe apontar também que esse emaranhado de objetivos, seja do ponto de vista cambial, seja do ponto de vista promocional de políticas técnico-inovativas, visam reforçar a maior capacidade de o investimento gerar renda (ante o consumo) e criar um sistema econômico em que o crescimento ocorra de forma sustentável, uma vez que a expectativa sobre a demanda nos próximos anos é alta.

Assim, para que tais objetivos sejam alcançados, devemos nos remeter a alguns teóricos como Keynes, Steindl e Schumpeter, pois para vencer em um mercado extremamente

globalizado, ágil e em constante mutação, faz se necessário realizar ações conjuntas tendo em perspectiva algumas questões como Investimento, Inovação e Oligopolização.

Além do que já foi pontuado e diz respeito aos objetivos, ações e impactos do FSB, devemos também repensar a forma como o processo tem sido operacionalizado para que o fundo brasileiro se consolide como grande *"player"* no mercado financeiro.

Para tanto, o trabalho utilizou dos conceitos já empregados em outros fundos, mais precisamente CIC, ADIA e GPFG. Dessa forma, podemos dividir a operacionalização em três grandes blocos: Diversificação de aplicações mundo afora; Operações cambiais; Financiamento e Crédito.

No primeiro bloco, segundo o estudo, uma ótima alternativa seria terceirizar tais serviços a agentes especializados em determinados mercados e aplicações, como é feito pela ADIA e a GPFG, pois estes têm apresentado maior rentabilidade em relação aos demais fundos.

Já no segundo bloco, uma alternativa seria criar um método próprio de ação, pois, para os demais países nos quais os fundos estudados estão inseridos, o câmbio não possui a relevância que tem no Brasil.

No ultimo bloco, por sua vez, a operacionalização deveria se pautar no exemplo chinês quer no financiamento as empresas estatais (no caso brasileiro seria a empresas privadas), quer na expansão das empresas nacionais rumo ao mercado internacional por meio de fusões e aquisições, até que os demais fundos, de cunho desenvolvimentista, a serem criados tenham capacidade operacional e a envergadura financeira necessária para atuar de modo significativo.

Ressalta-se também que os exemplos citados podem servir de base para estabelecer um sistema de fonte de recursos mais bem estruturado, que leve em consideração tanto as commodities, como petróleo (ADIA e GPFG) quanto às exportações de outros produtos (CIC).

Ainda sobre os outros fundos estudados, devemos apontar que, após os objetivos primários terem sido atingidos e o país ter se tornado uma economia desenvolvida, tais objetivos podem ser alterados, de modo que o bem-estar da população brasileira esteja assegurado, como tem feito o GPFG na Noruega.

Por fim, concluo que a consolidação do FSB é imprescindível para que haja uma melhor realocação geográfica do Brasil na hierarquia mundial, em termos financeiros,

econômicos e empresariais, e que, conseqüentemente, o crescimento econômico sustentável seja mantido e até mesmo ampliado. Para tal, devemos nos relembrar de antigos conceitos e de exemplos concretos no modo de operar esse fundo, tendo sempre em vista que é o *"mix"* desses fatores, somado aos novos fundos desenvolvimentista e as projeções quanto ao futuro, que lograrão acabar com os anseios da população ante a condição de "nação em desenvolvimento".

5. Referências:

ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY. Disponível em: http://www.adia.ae/En/home.aspx

AGENCE-FRANCE PESSE (2011). **Norway sovereign fund tops UAE's Abu Dhabi Investment Authority as largest sovereign wealth fund in the world.** Disponível em: http://english.alarabiya.net/articles/2011/06/10/152707.html

ALMEIDA, Julio Gomes de (2010). **Como o Brasil superou a crise.** Disponível em: http://terramagazine.terra.com.br/interna/0,,OI4347347-EI6613,00 Como+o+Brasil+superou+a+crise.html

BEHREND, Sven (2008). **When Money Talks.** Disponível em: http://edoc.bibliothek.uni-halle.de/servlets/MCRFileNodeServlet/HALCoRe_derivate_00004935/CEIP_arab_sovereign_wealth_funds.pdf%3bjsessionid%3dCFCC892C15EF930C17C38E6EA7ABA3AA

BELLUZZO, Luiz Gonzaga (1995). **O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados "globalizados".** Economia e Sociedade (Unicamp, IE), nº 04, Jun/1995.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga (1997). **Dinheiro e as transfigurações da riqueza.** In: TAVARES, M.C, FIORI, J.L. Poder e Dinheiro. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

BERGO, Jarle (2007). **Best practice in structuring stabilization and commodity wealth funds**, European Institute´s Sovereign Funds Roundtable, Londres, May 2007.

BLUNDELL-WIGNAL, Adrian; HU, Yu-Wein;YERMO, Juan (2008), **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues.** OECD Financial Market Trends, Paris: OECD, 2008. Disponível em: http://www.oecd.org.

CAGNIN, Rafael Fagundes, CINTRA, Marcos Antonio Macedo, FARHI Maryse, ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de (2008). **Debate em Torno dos Fundos Cambiais: Experiências Internacionais**, Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 150, nov. 2008.

CAGNIN, Rafael Fagundes, CINTRA, Marcos Antonio Macedo, FARHI Maryse, ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de (2008). **O Debate em torno da Criação de um Fundo Cambial no Brasil**, Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 152, nov. 2008.

CAPARICA, Rodrigo F. de Carvalho (2010). **O Papel Dos Fundos Soberanos Na Economia Mundial.** Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/6653/dissertacao_vf.pdf?sequence=1

CARNEIRO, Ricardo (1999). **Globalização Financeira e inserção periférica.** Economia e Sociedade, vol. 08, nº 02, jan/1999. Disponível em: http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/.

CENTRAL HUJIN INVESTMENT Ltd. Diponível em: http://www.huijin-inv.cn/hjen

CHINA INVESTMENT CORPORATION. Diponível em: http://www.china-inv.cn/cicen/

CRF, Council on Foreign Relation. **Publications - Sovereign wealth funds .** Disponível em: http://www.cfr.org/international-finance/sovereign-wealth-funds/p15251.

DE FREITAS, Maria Cristina Penido, FUNDAP, Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo - Grupo de Conjuntura (2009). **Panoramas das economias Internacional e Brasileira: dinâmica e impactos da crise global**, Parte 8 Fundos de Riqueza Soberana, 1ª ed., São Paulo, Edições Fundap 2009.

ECODEBATE (2010). **Conjuntura da Semana: Economia Brasileira. Desafios e Perspectivas.** Disponível em: http://www.ecodebate.com.br/2010/08/20/conjuntura-da-semana-economia-brasileira-desafios-e-perspectivas/.

EICHENGREEN, Barry (1996). **Globalizing Capital.** New Jersey: Princeton University Press, 1996.

EICHENGREEN, Barry (2004). **Global imbalances and the lessons of Bretton Woods.** NBER Working Paper, n. 10.497, Cambridge, MA. May 2004. Disponível em: http://www.nber.org.

EICHENGREEN, Barry (2008). **Globalizing capital: a history of the international monetary system.** Princeton University, 2008. Disponível em: http://books.google.com.br.

EMBRAPA (2006). **Migração rural-urbana, agricultura familiar e novas tecnologias. Coletânea de artigos.** Embrapa Informação Tecnológica, 2006. Disponível em: www.embrapa.br/publicacoes/transferencia/migracaorural-urbana.pdf.

ERIKSEN, Tore (2006). **The Norwegian Petroleum Sector and the Government Pension Fund – Global.** Disponível em: http://www.regjeringen.no/upload/FIN/Statens%20pensjonsfond/The_Norwegian_Petroleum_Sector_te.pdf

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela M. (2009). **A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real.** Texto para Discussão. IE/UNICAMP Nº 164, jun 2009.

FMI, Fundo Monetário Internacional. **Sovereign wealth funds: a work agenda.** Washington, D.C.: 2008. Disponível em: http://www.imf.org. .

FREITAS, M. Cristina Penido de; BIASOTO Jr., Geraldo; PRATES, Daniela M. (2008). **Fundo soberano made in Brazil**, Valor Econômico, São Paulo, 06 de junho de 2008.

FUNDAP (2008). **Fundos de Riqueza Soberana.** Disponível em: http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/Fundos%20de%20Riqueza%20Soberana.pdf.

GALATI, Gabriele; HEATH, Alexandra; MCGUIRE, Patrick (2007). **Evidence of carry trade activity.** BIS Quarterly Review, set. 2007. Disponível em: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0709e.pdf.

GIEVE, John (2008). **Sovereign wealth funds and global imbalances**, Speech by Sir John Gieve, Deputy Governor of the Bank of England, to the Sovereign Wealth Management Conference, BIS (Bank for International Settlements) Central Bankers' Speeches. Disponível em: http://www.bis.org/review/r080319d.pdf.

GUTTMANN, Robert. **The collapse of securitization: From subprimes to global credit crunch.** La Lettre de la CEPN nº 2, Centre d'Economie de l'Université Paris-Nord. p. 2-7. Décembre 2007.

HIRATUKA, Célio; SARTI, Fernando (2011). **Desenvolvimento industrial no Brasil: oportunidades e desafios futuros.** Texto para Discussão. IE/UNICAMP Nº 187, jan 2011.

INSTITUTO HUMANITAS UNISINOS (2011). **Câmara setorial? Necessária, mas não suficiente.** Disponível em: http://www.ihu.unisinos.br/index.php?option=com_entrevistas&Itemid=29&task=entrevista&id=43843

JEN, Stephen. **G10: how big could sovereign wealth funds be by 2015?**, Morgan Stanley Fixed Income Research, May 2007b

JOHNSON, Simon (2007). **The Rise of Sovereign Wealth Funds: We don't know much about these major state-owned players**, Revista Finance & Development (IMF), vol. 44, n. 3, set. 2007.

KEYNES, John M. (1936). **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.** Editora Palgrave Mcmillan, fev/1936.

KILSZTAJN, Samuel (1989). **O Acordo de Bretton Woods e a evidência histórica. O sistema financeiro internacional no pós-guerra.** Revista de Economia Política, vol. 09, nº 04, out-nov/1989.

KREGEL, Jan. **Minsky's cushions of safety: Systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market.** Public Policy Brief No. 93, The Levy Economics Institute of Bard College, January 2008.

KREMER and REED, JOSIANE and STANLEY (2011). **Norway Oil Fund Not Keen on More Property Investments After Regent Street.** Disponível em: http://www.bloomberg.com/news/2011-04-17/norway-s-sovereign-wealth-fund-not-enthusiastic-on-property-investments.html

KRUGMAN, P. OBSTFELD, M. **Economia Internacional: Teoria e Política.** 6ªed. São Paulo: Pearson, 2005.

MARTIN, Michael F. (2008). **China's Sovereign Wealth Fund**, CRS Report for Congress, January, 22. Disponível em: http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34337.pdf.

MELLO, Rafael F, SANTOS, Daniel D. (2009). **Aceleração Educacional e a queda recente da informalidade.** Disponível em: www.ipea.gov.br/sites/000/2/boletim.../04_NT3Rafael_Daniel.pdf.

MENDELSON, Peter (2008). **Putting sovereign wealth in perspective**, Speech at OECD Conference, Paris, 28 march 2008. Disponível em: http://ec.europa.eu.

MCMAHON, Dinny (2010). **CIC Offers a Glimpse Into U.S. Holdings.** Disponível em: http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703427704575052303975503216.html.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Tesouro Federal.** Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br.

NETO, Antonio (2010). **Mantega: Mercado interno e aumento do investimento são importantes armas do Brasil contra crise externa.** Disponivel em: http://www.oradarsindical.com.br/oradarsindical/blogdoneto/index.php/2011/07/27/mantega-mercado-interno-e-aumento-do-investimento-sao-importantes-armas-do-brasil-contra-crise-externa/.

NONNENBERG, Marcelo Braga, LEVY, Paulo Mansur, DE NEGRI, Fernanda, DA COSTA, Katarina Pereira (2008). **O Crescimento Econômico e a competitividade chinesa.** Texto para Discussão. IPEA Nº 1333, abr 2008.

NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT (2011).**Government Pension Fund Global.** Disponível em: http://www.nbim.no/en/About-us/Government-Pension-Fund-Global/

PRATES, Daniela (1997). **Abertura Financeira e Vulnerabilidade Eterna: a economia brasileira na década de 90.** Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia, Unicamp.

PRATES, Daniela M. (2007). **A gestão do regime de câmbio flutuante nos países emergentes (2007).** Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 133, set. 2007.

SANTISO, Javier (2008). **Sovereign development funds, Policy Insights**, n. 58, Paris: OECD Development Center, January 2008. Disponível em: www.oecd.org/dev/insights.

SARTI, Fernando; LAPLANE, Mariano (2008). **Política de desenvolvimento produtivo, grau de investimento e fundo soberano: elementos para uma estratégia de investimento e desenvolvimento.** Boletim NEIT, Número 11. Campinas: Núcleo de Economia Industrial e da Tecnologia/IE/Unicamp, p. 6-9, maio/junho de 2008.

SCHUMPETER, Joseph A. (1964). **A Teoria do Desenvolvimento Econômico.** Editora Nova Cultural, 1997

SIAS, Rodrigo (2008). **O Fundo Soberano Brasileiro e suas Implicações para a Política Econômica.** Disponível em:

http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3004.pdf

SOARES, Fabio Veras, SOARES, Sergei, MEDEIROS, Marcelo, OSORIO, Rafael G. (2004). **Programas de Transferência de Renda no Brasil: Impactos sobre a desigualdade.** Disponível em: www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A156.pdf.

SOVEREIGN WEALTH FUND INSTITUTE (2009). **Abu Dhabi Investment Authority.** Disponível em: http://www.swfinstitute.org/fund/adia.php

STEINDL, Josef (1983). **Maturidade e Estagnação no Capitalismo Americano.** Editora Abril Cultural, 1983

SUMMERS, Laurence. **Funds that shakes capital logic.** Financial Times, July 29 2007. Disponível em: http://www.ft.com.

SWF, Sovereign Wealth Funds Institute. **Sovereign Fund of Brazil**, Disponível em: http://www. http://www.swfinstitute.org/fund/brazil /.

TAVARES, Maria da Conceição (1985). **A retomada da hegemonia norte-americana.** Revista de Economia Política, vol. 05, nº 02, abr-jun/1985. Disponível em: http://www.rep.org.br/pdf/18-1.pdf.

TAVARES, Flávio Leitão, TAVARES, José Fernando Cosentino e MOURA, Márcia Rodrigues (2008). **Fundo Soberano do Brasil - Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização.** Estudo Técnico PL 3.674/08, Núcleo de Assuntos Econômicos Fiscais. Disponível em: http://www.bd.camara.gov.br.

TEIXEIRA, A (1993). **O ajuste impossível: um estudo sobre a desestruturação da ordem econômica mundial e seu efeito sobre o Brasil.** Tese (Doutorado)- IE/UNICAMP.

THE GOVERNMENT PENSION FUND NORWAY (2010). Disponível em: http://www.ftf.no/en/home.aspx

THE GOVERNMENT PENSION FUND. Disponível em: http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/the-government-pension-fund.html

TRIFFIN, Robert (1972). **O sistema monetário internacional.** Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972.

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 June 2007. Disponível em: http://www.treasury.gov.

U.S SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION (2009). **Report for the Calendar Year or Quarter Ended.** Disponível em: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1468702/000095012310009135/c95690e13fvhr.txt>

VALOR, Valor Econômico (2011). **Fundo Soberano poderá operar no mercado futuro de câmbio**, artigo escrito por Azelma Rodrigues em 10, Janeiro de 2011. Disponível em: http://www.valoronline.com.br/online/derivativos/20948/366229/fundo-soberano-podera-operar-no-mercado-futuro-de-cambio/.

Fonte: Gráfico elaborado a partir de dados do MDIC/SECEX.