

**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA  
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**Andre Simas Magalhães**

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

**BRASÍLIA, DEZEMBRO DE 2010**

**ANDRE SIMAS MAGALHÃES**

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

Dissertação apresentada para a obtenção do título de Mestre em Economia do Setor Público pelo Departamento de Economia da Universidade de Brasília.

Orientador: Dr. Renato Baumann.

**BRASÍLIA, DEZEMBRO DE 2010**

## Resumo

Esta dissertação estuda os fundos soberanos de investimentos (FSI), que, principalmente depois da criação do FSI da China, em 2007, ganharam importância no debate econômico e são considerados, hoje, como investidores institucionais significativos. Os FSI são fundos de investimentos administrados pelos governos, criados para uma variedade de objetivos macroeconômicos e normalmente capitalizados por meio da transferência de recursos externos investidos a longo prazo. Existem desde a década de 1950, quando foram criados com o objetivo de acumular, para uso futuro, as receitas da exploração de recursos naturais esgotáveis (petróleo, na maioria dos casos). Nas últimas décadas, a enorme acumulação de reservas internacionais, especialmente por parte dos países em desenvolvimento, levou à proliferação dos FSI. Os fundos passaram a ser utilizados para aumentar a rentabilidade de parte das reservas e diminuir o custo de carregamento. Ao analisar as características macroeconômicas dos 33 países que possuem FSI, esta dissertação propõe que os determinantes para o seu estabelecimento são: superávits significativos de conta corrente; dependência das exportações de combustíveis e minérios; e altos níveis de poupança interna. Nesse contexto, o caso do Fundo Soberano do Brasil (FSB), criado em 2008, se sobressai. O Brasil registrou déficits de conta corrente nos últimos anos, não é caracterizado pela dependência das exportações de combustíveis e minérios e enfrenta dificuldades para aumentar o nível da poupança interna. As razões para o fundo brasileiro parecem estar mais associadas à adoção deste tipo de instrumento financeiro por importantes países em desenvolvimento e à dinâmica entre as autoridades domésticas responsáveis pela condução da política econômica do que aos fundamentos macroeconômicos do País. Conforme simulações apresentadas neste trabalho, o FSB poderá tornar-se um fundo soberano tradicional, se for utilizado, no futuro, para acumular os recursos das exportações brasileiras de petróleo do pré-sal. A mudança, no entanto, não aconteceria no curto prazo.

## Abstract

This dissertation studies the sovereign wealth funds (SWF), which, especially after the establishment of the Chinese SWF, in 2007, gained importance in the economic debate and are considered today as a significant institutional investor. SWF are investment funds managed by governments, created for a variety of macroeconomic objectives and usually capitalized through the transfer of long term foreign assets. They exist since the 1950s when they were created in order to save for future use the revenues from the exploitation of exhaustible natural resources (oil, in most cases). In recent decades, the huge accumulation of international reserves, especially by developing countries, led to the proliferation of SWF. The funds were used for increasing the profitability of the reserves and lowering the carrying cost. This dissertation analyzes the macroeconomic indicators of the 33 countries with FSI and proposes that the determinants for their establishment are: significant current account surpluses; dependence on exports of fuel and ore; and high levels of domestic savings. In this context, the case of the Brazilian Sovereign Fund (FSB), established in 2008, stands out. Brazil recorded current account deficits in recent years, is not characterized by the dependence on exports of fuel and ore and struggles to raise the level of domestic savings. The reasons for the establishment of the Brazilian fund appear to be related more to the adoption of this type of financial instrument by major developing countries and the dynamics between domestic authorities responsible for economic policy than to the macroeconomic fundamentals of the country. As the simulations presented in this work indicate, the FSB could become a traditional sovereign wealth fund, if used in the future to save the revenues of Brazilian pre-salt oil exports. The change, however, would not happen in the short term.

## Lista de Tabelas

Tabela 1. Definição dos fundos soberanos de investimentos .....	21
Tabela 2. Classificação dos fundos soberanos de investimentos .....	23
Tabela 3. Ativos dos fundos soberanos de investimentos.....	24
Tabela 4. Fundos soberanos de investimentos .....	25
Tabela 5. Risco e retorno de portfolios de investimentos .....	31
Tabela 6. Países com fundos soberanos de investimentos: indicadores econômicos .....	44
Tabela 7. Média dos indicadores econômicos dos países com FSI e média global .....	45
Tabela 8. Resultados da Regressão 1 .....	48
Tabela 9. Resultados do Teste de Wald da Regressão 1 .....	50
Tabela 10. Resultados das Regressões 2, 3 e 4.....	51
Tabela 11. Cinco maiores resíduos de países sem FSI.....	55
Tabela 12. Média dos indicadores econômicos dos países com FSI e dados do Brasil.....	61
Tabela 13. Projeções das exportações do petróleo do pré-sal: cenário básico.....	69
Tabela 14. Projeções das exportações do petróleo do pré-sal: cenário otimista.....	70

## Lista de Gráficos

Gráfico 1. Evolução dos fundos soberanos de investimentos estabelecidos.....	19
Gráfico 2. Ativos financeiros mundiais (US\$ trilhões).....	24
Gráfico 3. Fonte de financiamento dos FSI.....	26
Gráfico 4. Balanço de conta corrente (US\$ bilhões).....	27
Gráfico 5. Reservas mundiais (US\$ bilhões).....	29
Gráfico 6. Componentes da acumulação de reservas na Ásia (US\$ milhões).....	29
Gráfico 7. Componentes da acumulação de reservas na América Latina (US\$ milhões).....	30
Gráfico 8. Reservas da China (US\$ bilhões).....	41
Gráfico 9. Resíduos da Regressão 1.....	53
Gráfico 10. Reservas internacionais e dívida externa total líquida.....	56
Gráfico 11. Saldo de conta corrente e déficit fiscal nominal do Brasil (% do PIB).....	59
Gráfico 12. Exportações brasileiras por fator agregado (2009, % do total).....	62
Gráfico 13. Exportações brasileiras de commodities (2009, US\$ milhões).....	63
Gráfico 14. Poupança bruta do Brasil (% renda disponível bruta).....	64
Gráfico 15. Exportações de combustíveis do Brasil.....	67
Gráfico 16. Crescimento anual das exportações do Brasil.....	68
Gráfico 17. Simulações da probabilidade estimada.....	70

## Sumário

1. Introdução .....	8
2. Reservas internacionais e o novo mercantilismo.....	12
3. Fundos soberanos de investimentos .....	19
3.1 Características .....	19
3.2 Cenário macroeconômico.....	26
3.3 Considerações políticas.....	31
4. Determinantes dos fundos soberanos de investimentos.....	40
4.1 Estatísticas .....	40
4.2 Verificação empírica.....	47
4.3 Análise dos resíduos .....	53
5. O caso brasileiro.....	56
5.1 Fundo Soberano do Brasil .....	56
5.2 Simulação da probabilidade estimada .....	66
6. Conclusão.....	72
Bibliografia.....	76
Anexo .....	81

## 1. Introdução

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

Não se chegou a uma definição única para os fundos soberanos de investimentos. Segundo o FMI, eles são fundos de investimentos administrados pelos governos, criados para uma variedade de objetivos macroeconômicos e normalmente capitalizados por meio da transferência de recursos externos investidos a longo prazo. Os FSI podem ter diferentes objetivos, de acordo com os propósitos do governo em questão. O FMI identificou cinco tipos de FSI, de acordo com seus objetivos: (i) fundos de estabilização, cujo principal objetivo é proteger o orçamento e a economia de flutuações nos preços das commodities; (ii) fundos de poupança para gerações futuras, que visam a converter ativos não-renováveis em portfólios diversificados, mitigando também a doença holandesa; (iii) fundos de investimentos das reservas internacionais, criados para aumentar os retornos financeiros das reservas internacionais; (iv) fundos de desenvolvimento, que geralmente auxiliam projetos sócio-econômicos ou promovem políticas industriais para impulsionar o crescimento do PIB do país; (v) fundos de pensão contingenciais, que provêm recursos para passivos contingentes nos balanços dos governos.

Os FSI existem desde a década de 1950, quando foram criados os fundos do Kuwait, Arábia Saudita e Kiribati. O propósito era simples: acumular os recursos da exploração de recursos naturais para uso futuro e permitir investimentos de longo prazo com boas rentabilidades. O petróleo, no caso do Kuwait e da Arábia Saudita, e o fosfato, no de Kiribati, são recursos finitos, portanto era preciso um mecanismo para guardar as receitas e promover a otimização intertemporal do consumo. Além disso, os FSI poderiam investir em diversas categorias de ativos, o que permitiria retornos maiores do que os conseguidos com as reservas internacionais dos governos. Outros objetivos, como evitar uma valorização excessiva da taxa de câmbio e disponibilizar um instrumento para a atuação anti-cíclica do governo, também foram considerados, mas o princípio que regia a atuação estava relacionado à formação de poupança para as gerações futuras com recursos originados da exploração dos recursos

naturais. No decorrer das décadas seguintes, novos países decidiram ter instrumentos semelhantes e os objetivos foram sendo ampliados.

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

Em 1976, o maior FSI em atividade, com US\$ 627 bilhões administrados, foi criado pelos Emirados Árabes Unidos. O Chile criou seu fundo, em 1985, com os recursos das exportações de cobre. A Noruega decidiu também criar um fundo soberano, em 1990, com vistas a reservar para as próximas gerações os lucros com a exploração do petróleo descoberto no Mar do Norte. Na última década, dobrou o número de FSI existentes. Segundo a definição utilizada neste trabalho, existem hoje 43 fundos soberanos em operação.

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

A reação dos países desenvolvidos aos investimentos dos fundos soberanos de investimentos foi exacerbada pelos profundos desequilíbrios macroeconômicos globais. O desequilíbrio maior dá-se entre os países desenvolvidos, deficitários em suas contas correntes, e os países em desenvolvimento, que apresentam superávits. Os países em desenvolvimento tiveram um superávit de conta corrente de US\$ 709 bilhões em 2008, enquanto os países

desenvolvidos responderam por um déficit de US\$ 529 bilhões. O tamanho da diferença caiu em 2009, devido à crise financeira, quando os países desenvolvidos tiveram déficit de conta corrente de US\$ 147 bilhões e os em desenvolvimento superávit de US\$ 322 bilhões. Mas deve voltar, no próximos anos, ao nível pré-crise, segundo as projeções do FMI. As taxas de câmbio desvalorizadas dos países superavitários dificultam a redução dos desequilíbrios. A taxa real de câmbio na China, ainda atrelada informalmente ao dólar, e nos países do Golfo, muitos também com vínculo ao dólar, começaram apenas recentemente a se apreciarem, mas não o suficiente para alterar a conjuntura de forma significativa. Vale notar que alguns grandes países desenvolvidos, como Japão e Alemanha, também são superavitários, dependem de suas exportações para manter o vigor de sua economia e contribuem para os desequilíbrios globais.

O acúmulo das reservas internacionais, que atingiram 9,4 trilhões em 2009, surgiu como um dos resultados de tais desequilíbrios. Na última década, a característica principal desse acúmulo de reservas é a crescente participação dos países em desenvolvimento. Entre 2001 e 2009, as reservas quadruplicaram, e os países membros dos BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China) foram responsáveis por quase metade (44%) desse aumento. O maior poder econômico levou os países em desenvolvimento a demandarem mais espaço na tomada de decisões globais. O G20, que conta com a presença dos mais importantes países emergentes, substituiu em questões econômicas, na prática, o G8, limitado aos países desenvolvidos.

Essas mudanças não poderiam acontecer sem reações e discussões a respeito da nova ordem global. Um dos principais debates tem sido acerca do papel do Estado na economia, motivado principalmente pelo tipo de capitalismo sendo adotado pela China. As intervenções dos governos norte-americano e europeu para impedir uma catástrofe maior durante a crise financeira de 2008 foi encarada como um reconhecimento de que o Estado tinha confiado demais nos mercados. Mesmo antes da crise, notava-se um retorno do capitalismo de Estado, com exemplos de empresas estatais de sucesso na China, Rússia, Cingapura, Dubai e Venezuela.

O Fundo Soberano do Brasil (FSB) foi criado nesse contexto de mudanças na governança econômica global. Em outubro de 2007, um mês após o estabelecimento do fundo soberano chinês, o Ministério da Fazenda do Brasil confirmou a intenção de ter instrumento financeiro semelhante. A Rússia anunciou a sua entrada no clube dos países com FSI em fevereiro de 2008, deixando apenas a Índia, entre os países dos BRICs, sem um fundo soberano. Os FSI eram vistos como o lado ofensivo do capitalismo de Estado dos mercados emergentes, utilizando como recursos as reservas internacionais bilionárias acumuladas na

última década e como mantra o renovado discurso em prol da atuação mais ativa dos governos na economia. Era natural, para o governo brasileiro, que o País também desejasse ter disponível o novo mecanismo de investimentos. As reservas do Brasil, na época, eram de US\$ 180 bilhões e atingiram US\$ 244 bilhões em março de 2010. A histórica dívida externa deixou de ser uma preocupação significativa, e o País passou a ser credor externo líquido.

A questão, no entanto, é que os fundamentos da economia brasileira são significativamente diferentes dos apresentados pelos países que decidiram criar um FSI. Os fundos soberanos de investimentos hoje existentes são, na sua quase totalidade, pertencentes a governos de países que são grandes exportadores de petróleo ou de manufaturas, que reservam parte dos recursos de suas vendas em seu FSI. Esses governos logram superávits de conta corrente e possuem altos níveis de poupança interna. O FSI é visto como uma maneira de reservar para gerações futuras os recursos obtidos pela exportação de um produto finito ou como forma de melhorar os retornos dos ativos das reservas internacionais, com investimentos mais arriscados a médio ou longo prazo. O Brasil tem registrado déficits de conta corrente, não depende da exportação de petróleo e possui relativo baixo nível de poupança interna. A lógica para a criação do FSI tradicional, portanto, não parece funcionar no caso brasileiro. A decisão de estabelecer o FSB está mais relacionada com a economia política e à dinâmica entre as autoridades responsáveis pela condução econômica do País do que aos fundamentos econômicos. A situação, no entanto, pode mudar, caso o Brasil torne-se um grande exportador de petróleo, com a exploração da camada do pré-sal.

Além desta Introdução, a presente dissertação inclui, no Capítulo 2, uma discussão sobre a teoria das reservas internacionais, cuja enorme acumulação nos últimos anos, principalmente por parte dos países em desenvolvimento, está associada ao crescimento do número de fundos soberanos de investimentos. O Capítulo 3 resume as características principais dos FSI, resenha a literatura existente sobre o tema e realça o cenário macroeconômico e político que permitiu a proliferação deste tipo de fundo. Os determinantes dos FSI são analisados no Capítulo 4, tanto por meio da análise estatística dos dados dos países que possuem fundos soberanos como por regressões probit. O caso brasileiro é estudado no Capítulo 5, que ressalta a particularidade do Fundo Soberano do Brasil, explica os motivos que levaram à sua criação e utiliza projeções da exploração do pré-sal para sugerir o momento a partir do qual o FSB tornar-se-ia um fundo soberano tradicional. O Capítulo 6 conclui o trabalho.

## 2. Reservas internacionais e o novo mercantilismo

A discussão sobre os fundos soberanos de investimentos (FSI) insere-se no debate mais amplo acerca das reservas internacionais. Como será visto no Capítulo 3, o significativo crescimento do número de FSI na última década relaciona-se com a acumulação vertiginosa, sem precedentes na história, das reservas internacionais, principalmente por parte dos países em desenvolvimento. Depois da crise asiática de 1997, aumentou a importância das reservas como precaução contra fugas de capitais. Mas a acumulação atual parece ultrapassar os motivos normalmente associados às reservas, resultando em discussões sobre um novo tipo de mercantilismo praticado por países que administram sua taxa de câmbio para conseguir altos superávits comerciais, notoriamente a China.

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

Segundo Flood e Marion, chegou o momento para reviver o debate sobre as reservas internacionais, considerando-se que a última década do século XX foi marcada por três tendências que influenciaram a sua acumulação: a crescente mobilidade do capital; a intensidade das crises financeiras; e o aumento do número de países que adotaram o regime de câmbio flutuante. Os autores afirmam que a maior mobilidade de capital, apesar de benéfica em alguns aspectos, resultou em altos graus de incerteza na economia internacional e na maior vulnerabilidade de alguns países às crises financeiras, podendo explicar, em parte, a acumulação das reservas.

Griffith-Jones e Ocampo (2008) ressaltam que há clara evidência de que a acumulação de reservas internacionais pelos países em desenvolvimento começou com a série de crises financeiras, principalmente a asiática, em 1997. Foi uma resposta racional, portanto, dos países em desenvolvimento, como forma de conseguir um seguro contra futuras turbulências.

As políticas do FMI, impostas aos países que precisaram de recursos extras, foram consideradas demasiadamente intrusivas, portanto representaram um fator adicional motivando a acumulação das reservas. A aprofundação financeira também contribuiu para a maior demanda de precaução, considerando-se os riscos da fuga de capitais de curto prazo para a economia.

Além de estar relacionada com a necessidade de precaução, a acumulação de reservas também é vista como um instrumento na tentativa de estabilizar a taxa de câmbio. Aizenman e Riera-Crichton (2006), citados por Griffith-Jones e Ocampo, chegaram à conclusão de que a acumulação de reservas diminuiu os efeitos cambiais de choques nos termos de troca e que isso beneficia os exportadores de recursos naturais. Na média, a dependência de recursos naturais dobra tanto o impacto dos choques nos termos de troca na taxa real de câmbio como a mitigação associada à acumulação de reservas internacionais. Tal efeito é relevante para os países em desenvolvimento considerando-se que há crescente evidência empírica de que a diminuição da volatilidade da taxa de câmbio favorece o crescimento<sup>1</sup>.

De fato, conforme concluiu Feldstein (1999), citado por Rodrik (2006), “developing countries cannot rely on the International Monetary Fund or reforms in the international financial architecture to protect themselves from such crises”. A chave, segundo Feldstein, seria “self-protection through increased liquidity”. Rodrik concorda com a avaliação, mas questiona a opção dos países em desenvolvimento de buscarem a liquidez apenas por meio do crescimento das reservas, não considerando a possibilidade de redução da dívida de curto prazo. Rodrik afirma que os países em desenvolvimento começaram a acumular reservas internacionais desde o começo dos anos 1990, antes da crise asiática, em resposta à liberalização financeira e à globalização. O acúmulo de reservas não se deu apenas nos grandes países emergentes, mas também nos Estados de menor desenvolvimento relativo, como os africanos. Nesse contexto, a questão do custo de carregamento das reservas torna-se uma questão significativa. Rodrik utiliza a regra Guidotti-Greenspan-FMI<sup>2</sup>, segundo a qual os países deveriam ter reservas equivalentes à dívida externa com vencimento dentro do prazo de um ano, e calcula o custo de carregamento das reservas como a diferença entre o rendimento de seus ativos e o custo do endividamento privado externo de curto prazo. Utilizando essa medida, Rodrik chega à conclusão de que os países em desenvolvimento gastam 1% de seu

---

<sup>1</sup> AGUION, P., P. BACCHETTA, R. RANCIÈRE e K. ROGOFF (2009) “Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development”. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56, 4, maio, pp. 494-513.

<sup>2</sup> Regra primeiro enunciada por Pablo Guidotti (então vice-ministro das finanças da Argentina) e depois endossada pelo Presidente do Fed, Alan Greenspan, e pelo FMI.

PIB para carregar as reservas, um custo alto sob qualquer termo de comparação. O autor faz a ressalva de que a medida utilizada não é a mais usual na literatura, que prefere calcular o custo fiscal público das reservas, ou seja, a diferença entre o rendimento dos ativos das reservas e o custo do endividamento doméstico do governo. Apesar do alto custo, Rodrik realça que a maior liquidez diminui a probabilidade de crises financeiras e reduz o custo do endividamento externo em tempos normais. A questão, segundo o autor, é que os países em desenvolvimento deveriam adotar uma combinação das duas estratégias (redução do endividamento externo de curto prazo e acúmulo das reservas) para conseguir o “seguro” contra as crises a um custo menor. O autor reconhece, no entanto, que impor controles ao endividamento externo de curto prazo pode afetar poderosos interesses financeiros e ser considerado como uma medida intervencionista, tornando-se uma medida de custo político mais alto do que o acúmulo das reservas.

O controle de capitais, no lugar do acúmulo das reservas internacionais, é também defendido por Cruz e Walters (2008). Os autores qualificam as explicações que associam as reservas ao seguro contra crises e à manutenção de uma taxa de câmbio desvalorizada que promova as exportações. Defendem que não foi a acumulação de reservas *per se* que deteve os ataques especulativos e forneceu a autonomia política para os países que conseguiram evitar crises anteriores, a exemplo do Chile, Colômbia, China e Índia. Foi o controle de capitais, nesses casos, que logrou tal objetivo. Com relação à promoção das exportações, os autores afirmam que o êxito das economias asiáticas não foi o resultado de estratégias competitivas de curto prazo baseadas na taxa de câmbio. Foram políticas do lado da oferta, envolvendo o desenvolvimento de capacidades tecnológicas internas, que levaram ao sucesso do crescimento por meio das exportações. Os autores questionam a lógica de se acumular grandes volumes de qualquer tipo de recurso, como as reservas, em países onde poderiam ser utilizados em projetos produtivos alternativos. A literatura que calcula o custo de oportunidade das reservas, portanto, deveria considerar em seus cálculos o custo de projetos voltados para o desenvolvimento que não são implementados por falta de recursos. Os autores defendem que o controle de capitais isola o sistema financeiro doméstico de contágios externos e aprimora a autonomia dos governos de implementarem políticas voltadas para o crescimento e a melhora social. O controle também promove o desenvolvimento ao atrair formas benéficas de investimentos estrangeiros e manter a estabilidade da taxa de câmbio, o que é crucial para subsidiar a importação de capitais.

Aizenman e Lee (2007) afirmam que a crise asiática de 1997 levou a profundas mudanças na demanda por reservas internacionais. A magnitude e rapidez da mudança de

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

Aizenman e Lee analisam as duas explicações por meio de exercício econométrico, utilizando, no modelo, a acumulação de reservas como variável dependente, e dois grupos de variáveis, relacionados aos dois motivos (precaução<sup>3</sup> e mercantilismo<sup>4</sup>), como regressores. Os resultados apoiam apenas parcialmente a conclusão mercantilista. Apesar das variáveis mercantilistas terem significância estatística, sua importância econômica é menor do que a abertura ao comércio, a liberalização da conta de capital e a ocorrência de crises. Em outra análise, os autores estudam os ganhos de bem estar associados à acumulação das reservas na presença de choques externos de liquidez. Apesar do custo de oportunidade associado às reservas, há circunstâncias em que os ganhos de bem estar são significativos, levando à alta demanda de precaução.

A explicação mercantilista foi primeiro apresentada por Dooley *et all* (2003), especialmente para o caso da China. Os autores argumentam que a dinâmica global econômica de hoje é a mesma predominante no pós-Guerra, sob o sistema de Bretton Woods. Nos anos 1950, os Estados Unidos eram o centro, com mercados de capital e de bens não controlados. A Europa e o Japão, que tiveram seu capital destruído pela Guerra, constituíam a periferia emergente. Os países periféricos de então adotaram uma política estratégica de desenvolvimento baseada nas moedas desvalorizadas, controles de capital e comércio, acumulação de reservas e uso da região central como intermediária financeira para emprestar credibilidade para seus sistemas financeiros. Em retorno, os Estados Unidos financiavam a

---

<sup>3</sup> Grau de liberalização da conta de capital; abertura ao comércio; ajuste depois de grandes crises (variável binária).

<sup>4</sup> Crescimento de exportações (“lagged”), desvio dos níveis de preços nacionais em relação à tendência baseada nos níveis da renda.

longo prazo a periferia, por meio dos investimentos diretos estrangeiros. Quando a estratégia de desenvolvimento da Europa mudou para uma de livres mercados e fim dos controles financeiros, o regime de câmbio fixo colapsou no regime flutuante dos anos 1970.

Na visão dos autores, no período que se seguiu, não havia uma periferia importante, que pudesse utilizar a estratégia de crescimento baseada nas exportações. Os países comunistas eram irrelevantes para o sistema monetário internacional. A maioria dos outros países em desenvolvimento, particularmente as recém ex-colônias, ou consideravam o socialismo como uma possibilidade ou adotaram sistemas de substituição de importações. Tal estratégia de desenvolvimento era hostil ao comércio e fomentou a produção de produtos domésticos que não poderiam competir globalmente, resultando num capital acumulado ineficiente. Com o descrédito do modelo socialista no final dos anos 1980 e o colapso do comunismo em 1989-91, uma nova periferia foi anexada ao centro formado por Estados Unidos, Europa e Japão. Os países da nova periferia estavam saindo de décadas de sistemas fechados, com estoques de capitais ineficientes, sistemas financeiros reprimidos e produção de produtos que não tinham qualidade suficiente para serem exportados para o centro. O Consenso de Washington encorajou alguns deles a uma estratégia de desenvolvimento que envolvia a anexação imediata ao centro, por meio da abertura de seus mercados de capitais. Outros países, no entanto, principalmente na Ásia, escolheram a mesma estratégia de periferia adotada pela Europa e o Japão, no pós-Guerra, desvalorizando suas moedas, intervindo nos seus mercados de câmbio, impondo controles, acumulando reservas e encorajando o crescimento baseado nas exportações aos países do centro. Os autores concluem que o incrível êxito dessa segunda estratégia resultou na volta do sistema monetário internacional à forma de Bretton Woods. Em algum ponto no futuro, a periferia asiática atual atingirá estágios de desenvolvimento onde eles poderão juntar-se ao centro e flutuar suas moedas. Nesse momento, outros grandes países, como a Índia, tomarão lugar na periferia emergente. O sistema de Bretton Woods, concluem os autores, não muda, ele apenas troca a periferia.

Dooley *et all* dividem o mundo atual em três principais zonas econômicas e cambiais: a região da balança comercial, Ásia; o país do centro, Estados Unidos; e a região da conta de capital, composta pela Europa, Canadá e América Latina. Como uma região baseada na balança comercial, a Ásia importa-se, principalmente, com suas exportações para os Estados Unidos. As exportações levam ao crescimento, portanto seus governos estão dispostos a comprar os títulos do governo norte-americano, sem maiores considerações sobre risco e retorno. A política cambial desses países é intervencionista, para manter a taxa de câmbio sob controle. Os países da região da conta de capital, ao contrário, possuem taxas de câmbio

flutuantes e seus governos preocupam-se com o risco/retorno de suas posições de investimentos internacionais. Os Estados Unidos não tentam administrar sua taxa de câmbio e servem como um intermediário para o sistema descrito pelos autores. Dooley *et all* realçam o fato de que as críticas nos EUA concentram-se na moeda desvalorizada da China, mas não na do Japão, cujas exportações competem mais diretamente com o produto norte-americano.

Segundo Dooley *et all*, os países da América Latina têm de optar: ou juntam-se à Ásia, na região da balança comercial, ou à Europa, na região da conta de capital. Aqueles impacientes por promover o crescimento por meio das exportações defenderão o modelo asiático, com suas taxas de câmbio desvalorizadas e atreladas ao dólar, e promoverão intervenções e controles de capitais. Em contraste, os bancos centrais e o FMI tendem a favorecer as taxas de câmbio flutuantes e a mobilidade de capital da região européia.

Eichengreen (2004) fez uma crítica ao argumento de Dooley *et all*. O autor lembra que o mundo mudou muito desde os anos 1960 e não se pode comparar a situação hoje com o período do regime de Bretton Woods. A principal diferença é que os Estados Unidos tinham superávits comercial e de conta corrente no pós-Guerra, ao contrário dos enormes déficits registrados nas últimas décadas. Eichengreen defende que os atuais desequilíbrios econômicos globais não são sustentáveis e que os países asiáticos não continuarão dispostos a financiar o consumo norte-americano. O autor considera que a manutenção dos desequilíbrios atuais depende da acumulação de reservas de dólar por parte dos países asiáticos e a aplicação desses recursos em títulos dos Estados Unidos. Ele compara esse comportamento coletivo dos asiáticos ao “Gold Pool”, sistema que funcionou nos anos 1960, pelo qual Bélgica, França, Alemanha, Países Baixos, Itália, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos garantiam os preços do ouro nos mercados norte-americano e inglês, de forma a evitar a saída exagerada de ouro dos Estados Unidos. O objetivo coletivo era a estabilidade macroeconômica global. Mas o interesse individual de cada país levou, em 1971, ao colapso do esquema e ao fim da convertibilidade do ouro ao valor fixo de US\$ 35 por onça. A situação atual seria ainda mais instável, considerando-se a diversidade dos países asiáticos, muito maior do que a existente, no pós-Guerra, entre os países europeus e o Japão. Em algum momento, conclui o autor, os países asiáticos perceberão que o crescimento baseado nas exportações chegou a seu limite e diminuirão as intervenções no câmbio. Além disso, os asiáticos também começarão a diversificar a aplicação dos ativos de suas reservas, incluindo crescentemente o Euro em seus portfólios.

Dooley e Garber (2005) voltaram ao tema e reforçaram o seu argumento. Afirmaram que sua tese sobre o renovado sistema de Bretton Woods recebeu ampla aceitação, mas

reconheceram as dúvidas sobre a sua sustentabilidade no longo prazo. Defenderam que a situação atual é mais parecida com o ano de 1958 do que o de 1968, quando o sistema então vigente, baseado no ouro, estava prestes a colapsar. Os autores acreditam que os ganhos dos principais atores continuam a superar os custos, em situação caracterizada por “mutually beneficial gains from trade”, e evitam comparar o atual sistema a um “balance of financial terror”<sup>5</sup>. Aceitam o fato ressaltado por Eichengreen de que os Estados Unidos não tinham grandes déficits de conta corrente na época de Bretton Woods, nos anos 1960, mas notam que o país apresentava déficits de balanço de pagamentos, que era a medida mais utilizada na época.

Vale notar que, apesar da crise financeira de 2008, o sistema descrito por Dooley *et al* não parece ter entrado em colapso. A China continua a manter sua taxa de câmbio desvalorizada e não parece disposta a promover alterações significativas na sua estratégia de crescimento. Para isso, utiliza a retórica de que o País ainda tem grande número de pobres e sua renda per capita é um décimo da dos países desenvolvidos, portanto não pode optar por medidas que afetem o aumento da renda interna<sup>6</sup>. Além disso, não parece haver uma mudança no comportamento dos investidores, que continuam dispostos a financiar o governo norte-americano, apesar dos déficits gêmeos. Durante a crise, é preciso lembrar, os títulos do tesouro dos Estados Unidos foram considerados como “safe haven” pelos investidores privados. Os governos seguem acumulando reservas denominadas em dólar, principalmente com a crise de confiança atualmente sendo vivida pela zona do euro.

No próximo Capítulo, será feita uma introdução sobre os fundos soberanos de investimento, cuja proliferação está associada à acumulação de reservas nas últimas décadas. Será discutida também a maneira pela qual as escolhas dos governos para sua estratégia de desenvolvimento e manejo das reservas estão relacionadas com a atitude em relação aos FSI.

---

<sup>5</sup> Termo cunhado por Larry Summers, em “The United States and the Global Adjustment Process”, discurso no Institute for International Economics, Washington, março de 2004.

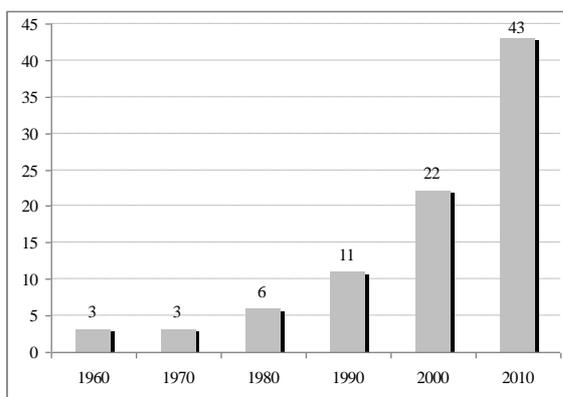
<sup>6</sup> Discurso do Primeiro Ministro Wen Jiabao na 65ª Assembléia Geral da ONU, em 23 de setembro de 2010. Disponível em: <http://gadebate.un.org>.

### 3. Fundos soberanos de investimentos

#### 3.1 Características

O primeiro fundo soberano de investimentos, de acordo a definição corrente de tal tipo de fundo, foi criado pelo governo do Kuwait, em 1953, quando ainda era uma colônia do Reino Unido. Segundo o Sovereign Wealth Fund Institute<sup>7</sup>, o objetivo do Sheikh Abdullah Al-Salem Al-Sabah era reduzir a dependência do emirado de uma só commodity não renovável. Os recursos da extração do petróleo seriam investidos no mercado financeiro, com vistas a garantir, pelo menos em parte, a renda das gerações futuras. Até 1970, apenas mais dois países tinham criado FSI: Arábia Saudita, também exportadora de petróleo, e Kiribati, país rico em fosfato. Desde então, o número de fundos soberanos de investimentos dobrou a cada década, atingindo os atuais 43 fundos existentes<sup>8</sup>, segundo ilustra o Gráfico 1. Além dos países exportadores de commodities, o exemplo foi seguido por grandes exportadores de manufaturas, que logram altos superávits comerciais nas transações com o resto do mundo.

**Gráfico 1. Evolução dos fundos soberanos de investimentos estabelecidos**



Fonte: Autor, com base nos dados do Sovereign Wealth Fund Institute.

Apesar do crescimento do número de FSI, mais de cinquenta anos se passaram sem que maior atenção fosse dada a esse tipo de instrumento financeiro à disposição dos governos. A situação mudou radicalmente com o anúncio, em março de 2007, de que a China iria criar um fundo soberano de investimentos<sup>9</sup>. Desde então, a academia, bancos de investimentos, organizações internacionais, *think tanks* e os próprios governos voltaram-se para o estudo dos FSI. A iniciativa chinesa gerou uma “corrida” analítica, com vistas a definir os FSI, demarcar

<sup>7</sup> Sítio na internet: [www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org).

<sup>8</sup> O número de fundos soberanos de investimentos existentes depende da definição utilizada. A definição admitida por esta dissertação exclui os fundos de entes subfederais e os fundos de pensão, como será detalhado mais adiante no texto.

<sup>9</sup> Segundo Martin (2008), o FSI chinês foi anunciado, pela primeira vez, em março de 2007. O fundo foi oficialmente estabelecido em setembro de 2007.

suas características particulares, estimar seu volume, projetar seu impacto e, finalmente, criar regras para a sua atuação. Os primeiros artigos sobre o assunto procuraram entender o fenômeno e manifestaram uma certa surpresa com os FSI, como demonstra o título do artigo de Stephen Jen, diretor do banco Morgan Stanley e um dos primeiros a estudar o tema: “Sovereign Wealth Funds: What they are and what’s happening” (Jen, 2007a).

A primeira questão tratada foi a definição dos FSI. Não há uma em especial que tenha predominado, com variações que vão desde conceitos mais abrangentes, que envolvem qualquer tipo de fundo de investimentos controlado pelo governo, até definições mais restritas, que excluem os fundos que investem no mercado doméstico. Jen (2007b) utiliza inicialmente a definição dada por Clay Lowery, Subsecretário de Assuntos Internacionais do Departamento do Tesouro dos Estados Unidos: “a government investment vehicle that invests in foreign currency denominated assets and whose management is distinct from that of official reserves”. Jen afirma que um FSI precisa ter cinco características: soberania; alta exposição a moedas estrangeiras; nenhum passivo explícito; alta tolerância ao risco; e horizonte de investimentos de longo prazo. A definição diferencia os FSI das reservas do país, que normalmente são aplicadas em ativos de baixo risco e rendimento. Ela exclui os fundos de pensão, que têm obrigações financeiras e portanto precisam ter horizontes de investimentos compatíveis com seus passivos e aplicações financeiras de baixa volatilidade. Segundo a definição, os FSI têm alta, mas não exclusiva, exposição a moedas estrangeiras, abrindo a possibilidade de que os fundos que invistam parte de seus recursos no mercado doméstico sejam classificados como FSI.

O Fundo Monetário Internacional (FMI, 2008a) define os FSI da seguinte forma: “SWFs are government-owned investment funds, set up for a variety of macroeconomic purposes. They are commonly funded by the transfer of foreign exchange assets that are invested long term, overseas”. Truman (2008a) adota uma definição mais abrangente, incluindo os fundos de pensão e os que investem a maior parte de seus recursos no mercado doméstico: “Sovereign wealth fund is a descriptive term for a separate pool of government-owned or government-controlled financial assets that includes some international assets”. Documento de trabalho da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE (Blundell-Wignall, Hu e Yermo, 2008) contém a seguinte definição: “Sovereign wealth funds are pools of assets owned and managed directly or indirectly by governments to achieve national objectives”. A Tabela 1 resume as definições apresentadas para os FSI.

**Tabela 1. Definição dos fundos soberanos de investimentos**

<b>Autor</b>	<b>Definição</b>
Clay Lowery (citado por Jen, 2007b)	“A government investment vehicle that invests in foreign currency denominated assets and whose management is distinct from that of official reserves”
Jen (2007b)	FSI precisa ter cinco características: soberania; alta exposição a moedas estrangeiras; nenhum passivo explícito (o que exclui os fundos de pensão); alta tolerância ao risco; e horizonte de investimentos de longo prazo.
FMI (2008a)	“SWFs are government-owned investment funds, set up for a variety of macroeconomic purposes. They are commonly funded by the transfer of foreign exchange assets that are invested long term, overseas”
Truman (2008a)	“Sovereign wealth fund is a descriptive term for a separate pool of government-owned or government-controlled financial assets that includes some international assets”
OCDE (Blundell-Wignall, Hu e Yermo, 2008)	“Sovereign wealth funds are pools of assets owned and managed directly or indirectly by governments to achieve national objectives”

Fonte: Autor.

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

A classificação mais simples utilizada é diferenciar os FSI originados de receitas de commodities e todos os outros casos (não-commodity). Fernandez e Eschweiler (2008) dividem os FSI, em termos de seu financiamento, em fundos de commodity, fiscais e reservas externas. Os fundos de commodity são financiados, em sua grande maioria, por recursos das exportações de petróleo e gás (ex. Emirados Árabes Unidos, Noruega e Arábia Saudita), além de minérios e metais (ex. Chile). Os recursos são gerados diretamente pela receita de empresas estatais ou por meio de impostos. Segundo os autores, a riqueza resultante da venda de commodities é geralmente considerada como “riqueza real”, porque não tem um passivo correspondente nas contas nacionais dos governos. Os fundos fiscais originam-se de algum tipo de superávit fiscal, vendas de propriedades, privatizações ou transferências do orçamento ordinário do governo para um veículo de propósito especial (ex. Cingapura). A maior parte dos fundos de receitas fiscais também representam “riqueza real”, apesar de, em alguns casos, terem passivos. O terceiro tipo de FSI é composto de fundos originados de parte das reservas

externas do país (ex. China). Na maioria dos casos, tal tipo de fundo possui “riqueza emprestada”, porque as reservas são normalmente financiadas por meio de emissão de títulos no mercado doméstico. Mas os autores notam que parte das reservas internacionais podem representar “riqueza real”, considerando-se os ganhos financeiros com as aplicações dos recursos. A parcela das reservas internacionais normalmente alocada a um FSI é considerada um excedente àquele nível necessário para conduzir a política cambial do país ou garantir a estabilidade macroeconômica em episódios de crises.

Fernandez e Eschweiler (2008) classificam os FSI de acordo com os seguintes objetivos: estabilização das receitas; poupança para gerações futuras; *holdings*; e genéricos. Os fundos com objetivo de estabilizar as receitas dos países são desenhados para diminuir as conseqüências da volatilidade dos preços das commodities nas contas do governo (ex. Rússia, Kuwait e México). Fundos de poupança investem os recursos do país em ativos de longo prazo, com vistas a cobrir despesas das gerações futuras (ex. Noruega). O tipo de fundo classificado como holding é composto dos investimentos diretos do governo em empresas estatais ou privadas e geralmente auxilia o governo a perseguir o desenvolvimento econômico do país (ex. Temasek, de Cingapura). Os fundos genéricos envolvem um ou mais dos três tipos de objetivos já citados e são geralmente criados a partir das reservas internacionais do país (ex. China). Suas aplicações são feitas de maneira a otimizar o perfil de risco-retorno da riqueza do país.

O FMI (2008a) identificou cinco tipos de FSI, de acordo com seus objetivos, com pequenas diferenças em relação às definições de Fernandez e Eschweiler: (i) fundos de estabilização, cujo principal objetivo é proteger o orçamento e a economia de flutuações nos preços das commodities; (ii) fundos de poupança para gerações futuras, que visam a converter ativos não-renováveis em portfólios diversificados, mitigando também a doença holandesa<sup>10</sup>; (iii) fundos de investimentos das reservas internacionais, criados para aumentar os retornos financeiros das reservas internacionais; (iv) fundos de desenvolvimento, que geralmente auxiliam projetos sócio-econômicos ou promovem políticas industriais para impulsionar o crescimento do PIB do país; (v) fundos de pensão contingenciais, que provêem recursos para passivos contingentes nos balanços dos governos. A Tabela 2 contém as classificações dos FSI.

---

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

**Tabela 2. Classificação dos fundos soberanos de investimentos**

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

Fonte: Autor.

Com os FSI definidos e classificados, pôde-se estimar os volumes de recursos envolvidos em suas operações. As primeiras estimativas parecem ter sido exageradas, em termos do tamanho relativo e de seu potencial de crescimento. A surpresa com que os FSI foram recebidos inicialmente pode ter gerado essa superestimação inicial, que, como será visto, resultou em uma reação cautelosa por parte dos governos. Os recursos sob administração dos FSI são, claro, significativos, mas sua importância em relação aos outros instrumentos financeiros ainda é relativa.

A estimativa, sugerida por Jen (2007a), de que os FSI teriam US\$ 12 trilhões, em 2015, repercutiu na mídia e marcou os FSI como a próxima “força” financeira internacional. Os governos dos países que poderiam receber investimentos dos FSI reagiram, alertando para os riscos de utilização política dos fundos. Larry Summers, o atual Diretor do Conselho Econômico Nacional dos Estados Unidos, chamou atenção para os desafios associados ao novo instrumento, que poderia ser utilizado pelos países emergentes para promover seus interesses estratégicos<sup>11</sup>. Segundo Summers, a lógica do sistema capitalista é baseada na maximização dos lucros, mas este não seria o principal objetivo dos governos como acionistas, que poderiam buscar promover as suas próprias empresas nacionais e extrair tecnologias das companhias onde investem. O autor argumenta que tais riscos seriam minimizados se os FSI fossem obrigados a investir por meio de administradores externos.

A estimativa de Jen pode revelar-se exagerada, assim como a avaliação geral de que os FSI terão uma influência desproporcional no futuro. O volume atual dos FSI varia de 2 a 5 bilhões, de acordo com a fonte e a definição utilizada. O Banco ING (2009) estima o volume dos FSI em US\$ 3-5 trilhões, podendo chegar a US\$ 6-8 trilhões, em 2015. Blundell-Wignall, Hu e Yermo (2008) indicam o volume de US\$ 2,6 trilhões, mas alertam que os recursos dos

<sup>11</sup> SUMMERS (2007a) “Funds that Shake Capitalist Logic”, *Financial Times*, 30 de julho.

FSI “are getting bigger at a rate that is beginning to alarm some commentators”. As estimativas dos recursos administrados pelos FSI são resumidas na Tabela a seguir.

**Tabela 3. Ativos dos fundos soberanos de investimentos**

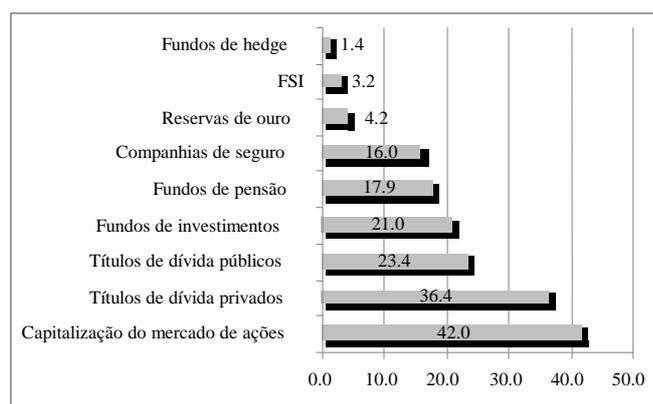
<b>Autor</b>	<b>Ativos hoje</b>	<b>Ativos em 2015</b>
Kern (2007)	US\$ 3,2 trilhões	-
Blundell-Wignall, Hu e Yermo (2008)	US\$ 2,6 trilhões	-
Sovereign Wealth Fund institute*	US\$ 3,3 trilhões	-
Stephen Jen (2007a)	US\$ 2,9 trilhões	US\$ 12 trilhões
ING (2009)	US\$ 3-5 trilhões	US\$ 6-8 trilhões

Fonte: Autor.

\*Disponível em: [www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org).

Kern (2007) estimou que os FSI totalizam US\$ 3,2 trilhões, mas colocou o dado em perspectiva, comparando-o com os de outros instrumentos financeiros, como os fundos de pensão, que têm US\$ 18 trilhões sob administração. O Gráfico abaixo ilustra os volumes dos diferentes ativos.

**Gráfico 2. Ativos financeiros mundiais (US\$ trilhões)**



Fonte: Kern (2007), com dados de 2005.

Para as análises desta dissertação, será utilizada a definição de Aizenman e Glick (2009), que baseia-se em Truman (2008a), mas exclui os fundos de pensão e os fundos de entes subfederais. Os dados sobre os recursos administrados são do Sovereign Wealth Fund Institute<sup>12</sup>. O maior FSI é o Abu Dhabi Investment Authority, dos Emirados Árabes Unidos, como mostra a Tabela 4. O fundo foi criado em 1976 e administra 627 bilhões. Vale notar a extrema concentração dos FSI. Os cinco países com os maiores FSI possuem 68% do total de recursos administrados. O FSI brasileiro, criado em 2008, será analisado em mais detalhe no Capítulo 5.

<sup>12</sup> Disponível em: [www.swfinstitute.org/fund-rankings](http://www.swfinstitute.org/fund-rankings).

**Tabela 4. Fundos soberanos de investimentos**

País	Fundo	Data		Origem Recursos
		Fundação	Ativos	
			US\$ bi, Jun. 2010	
<b>Emirados Árabes Unidos</b>	<i>Abu Dhabi Investment Authority</i>	1976	627,0	<i>Petróleo</i>
	<i>Investment Corporation of Dubai</i>	2006	19,6	<i>Petróleo</i>
	<i>International Petroleum Investment Company</i>	1984	14,0	<i>Petróleo</i>
	<i>Mubadala Development Company</i>	2002	13,3	<i>Petróleo</i>
	<i>RAK Investment Authority</i>	2005	1,2	<i>Petróleo</i>
<b>Noruega</b>	<i>Government Pension Fund - Global</i>	1990	443,0	<i>Petróleo</i>
<b>Arábia Saudita</b>	<i>Saudi Arabian Monetary Agency Foreign Holdings</i>	1952	415,0	<i>Petróleo</i>
	<i>Public Investment Fund</i>	2008	5,3	<i>Petróleo</i>
<b>Cingapura</b>	<i>Government of Singapore Investment Corporation</i>	1981	247,5	<i>Não commodity</i>
	<i>Temasek Holdings</i>	1974	122,0	<i>Não commodity</i>
<b>China</b>	<i>China Investment Corporation</i>	2007	288,8	<i>Não commodity</i>
	<i>China-Africa Development Fund</i>	2007	5,0	<i>Não commodity</i>
<b>Hong Kong (China)</b>	<i>Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio</i>	1993	227,6	<i>Não commodity</i>
<b>Kuwait</b>	<i>Kuwait Investment Authority</i>	1953	202,8	<i>Petróleo</i>
<b>Rússia</b>	<i>National Welfare Fund***</i>	2008	142,5	<i>Petróleo</i>
<b>Líbia</b>	<i>Libyan Investment Authority</i>	2006	70,0	<i>Petróleo</i>
<b>Catar</b>	<i>Qatar Investment Authority</i>	2005	65,0	<i>Petróleo</i>
<b>Argélia</b>	<i>Revenue Regulation Fund</i>	2000	54,8	<i>Petróleo</i>
<b>Cazaquistão</b>	<i>Kazakhstan National Fund</i>	2000	38,0	<i>Petróleo</i>
<b>Coréia do Sul</b>	<i>Korea Investment Corporation</i>	2005	30,3	<i>Não commodity</i>
<b>Brunei</b>	<i>Brunei Investment Agency</i>	1983	30,0	<i>Petróleo</i>
<b>França</b>	<i>Strategic Investment Fund</i>	2008	28,0	<i>Não commodity</i>
<b>Malásia</b>	<i>Khazanah Nasional</i>	1993	25,0	<i>Não commodity</i>
<b>Irã</b>	<i>Oil Stabilization Fund</i>	1999	23,0	<i>Petróleo</i>
<b>Chile</b>	<i>Social and Economic Stabilization Fund</i>	1985	21,8	<i>Cobre</i>
<b>Venezuela</b>	<i>National Development Fund</i>	2005	20,0	<i>Petróleo</i>
	<i>Macroeconomic Stabilization Fund - FEM</i>	1998	0,8	<i>Petróleo</i>
<b>Azerbaijão</b>	<i>State Oil Fund</i>	1999	14,9	<i>Petróleo</i>
<b>Nigéria</b>	<i>Excess Crude Account</i>	2004	9,4	<i>Petróleo</i>
<b>Barein</b>	<i>Muntalakat Holding Company</i>	2006	9,1	<i>Petróleo</i>
<b>Brasil</b>	<i>Sovereign Fund of Brazil</i>	2008	8,6	<i>Não commodity</i>
<b>Oman</b>	<i>State General Reserve Fund</i>	1980	8,2	<i>Petróleo e Gás</i>
<b>Botswana</b>	<i>Pula Fund</i>	1994	6,9	<i>Diamantes e Minerais</i>
<b>México*</b>	<i>Oil Income Stabilization Fund</i>	2000	6,8	<i>Petróleo</i>
<b>Timor-Leste</b>	<i>Timor-Leste Petroleum Fund</i>	2005	5,0	<i>Petróleo e Gás</i>
<b>Trinidad e Tobago</b>	<i>Heritage and Stabilization Fund</i>	2000	2,9	<i>Petróleo</i>
<b>Vietnã</b>	<i>State Capital Investment Corporation</i>	2006	0,5	<i>Não commodity</i>
<b>Kiribati</b>	<i>Revenue Equalization Reserve Fund</i>	1956	0,4	<i>Fosfato</i>
<b>Gabão**</b>	<i>Fund For Future Generations</i>	1998	0,4	<i>Petróleo</i>
<b>Indonésia</b>	<i>Government Investment Unit</i>	2006	0,3	<i>Não commodity</i>
<b>Mauritânia</b>	<i>National Fund for Hydrocarbon Reserves</i>	2006	0,3	<i>Petróleo e Gás</i>
<b>Sudão**</b>	<i>Oil Revenue Stabilization Account</i>	2002	0,1	<i>Petróleo</i>
<b>São Tomé e Príncipe**</b>	<i>National Oil Account</i>	2004	0,02	<i>Petróleo</i>
<b>Total</b>			<b>3,255.12</b>	

Fonte: Autor, com base nos dados do Sovereign Wealth Fund Institute ([www.swfinstitute.org/fund-rankings](http://www.swfinstitute.org/fund-rankings)).

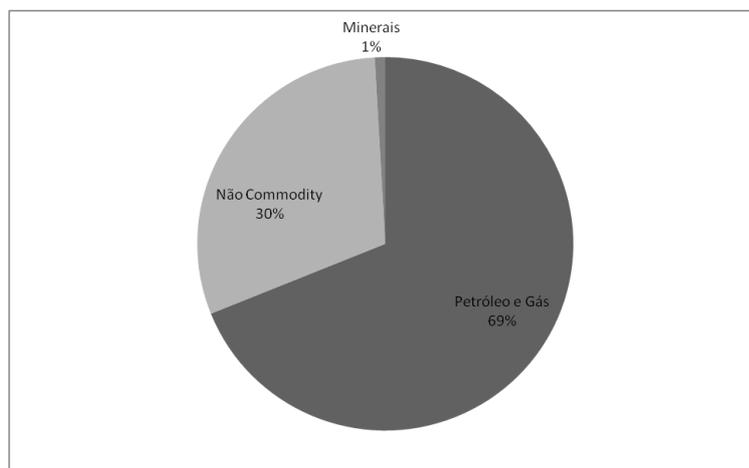
\*Dado de junho de 2009.

\*\* Dado de 2007.

\*\*\* O valor inclui o "Reserve Fund", que, junto com o "National Welfare Fund", substituiu o "Stabilization Fund", criado em 2004.

Cerca de 70% dos ativos está concentrada em FSI cuja principal fonte de recursos são as exportações de commodities; predominantemente petróleo e gás (69% do total), segundo ilustra o Gráfico 3. Apenas 1% dos recursos dos FSI são associados à exportação de minerais, cujo principal exemplo é o Chile. Os demais fundos (“não commodity”) representam 30% do total dos recursos e são, na maioria, de grandes exportadores de manufaturas, como a China e Cingapura.

**Gráfico 3. Fonte de financiamento dos FSI**



Fonte: Autor, com base nos dados do Sovereign Wealth Fund Institute.

O enorme crescimento do número de FSI nas últimas décadas foi motivado pelo crescimento das reservas internacionais no período, acumuladas principalmente por países em desenvolvimento. A próxima seção analisará tal cenário macroeconômico, marcado por profundos desequilíbrios globais.

### 3.2 Cenário macroeconômico

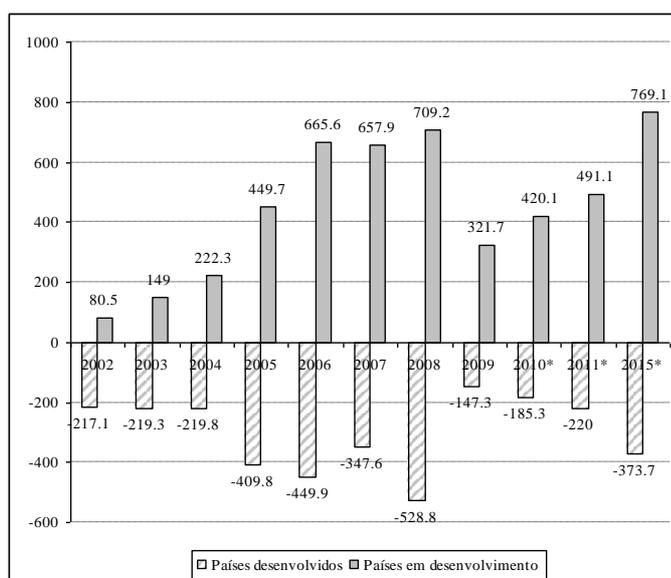
Apesar dos FSI não serem um fenômeno recente, a atenção dada a eles é. Como apontado anteriormente, a criação do China Investment Corporation (CIC), com um patrimônio inicial de US\$ 200 bilhões, em 2007, marcou o início do grande interesse despertado por este instrumento financeiro. Por que a atenção recente, comparada com o relativo descaso durante as cinco décadas anteriores? A resposta parece estar na conjunção da situação macroeconômica mundial, marcada por profundos desequilíbrios entre exportadores e importadores, e a questão política relacionada com a ascensão dos países em desenvolvimento no cenário internacional. Os desequilíbrios geraram os recursos disponíveis para os exportadores, que acumularam reservas em volumes sem precedentes na história recente, mas foi a percepção com relação ao poder crescente de alguns países em desenvolvimento, principalmente a China, que resultou no sinal de alarme. Esta seção tratará das particularidades do atual cenário macroeconômico e a próxima, das considerações políticas pertinentes.

As primeiras décadas da segunda metade do século XX foram marcadas pelo crescente fluxo comercial entre os países. Apesar do fracasso da tentativa de se estabelecer uma

Organização Internacional do Comércio (OIT), as rodadas do GATT (“General Agreement on Tariffs and Trade”) permitiram o crescimento do comércio dos produtos manufaturados, principalmente entre os países desenvolvidos. A partir da década de 1970, a característica econômica marcante do mundo passou a ser o excesso de liquidez e os crescentes fluxos financeiros globais. A mudança do câmbio fixo para flutuante, em 1971, provocou crescente especulação monetária. Os choques do petróleo de 1973 e 1979, que geraram o surto dos petrodólares, reunidos ao déficit fiscal do governo dos Estados Unidos, resultaram no que Peter Drucker chamou de “terceira grande desconexão” da economia mundial, entre os fluxos financeiros e o comércio<sup>13</sup>. Os fluxos financeiros globais cresceram em ritmo muito maior do que o comércio de bens e serviços.

A liquidez internacional e a crescente mobilidade do capital persistiram nas décadas seguintes e estão relacionados à atual situação de desequilíbrio financeiro internacional, caracterizada pela presença dos enormes déficits comercial e fiscal dos Estados Unidos, de um lado, e os superávits comerciais de países como a China, Japão e Alemanha, de outro. Os desequilíbrios externos agravaram-se na última década e, segundo as projeções do FMI, não devem diminuir nos próximos anos. O desequilíbrio maior, conforme mostra o Gráfico 4, dá-se entre os países desenvolvidos, deficitários em suas contas correntes, e os países em desenvolvimento, que apresentam superávits.

**Gráfico 4. Balanço de conta corrente (US\$ bilhões)**



Fonte: FMI (“World Economic Outlook”), abril de 2010.

\* Projeções.

<sup>13</sup> DRUCKER, P. (1986) The Changed World Economy, *Foreign Affairs*, v. 64, n. 4. pp. 768-791. Drucker considera que a economia mundial passou por três grandes desconexões: entre produtos primários e industriais; entre produção industrial e emprego; e entre fluxos financeiros e comércio.

Os países em desenvolvimento tiveram um superávit de conta corrente de US\$ 709 bilhões em 2008, enquanto os países desenvolvidos responderam por um déficit de US\$ 529 bilhões. Com a crise financeira, o tamanho da diferença caiu em 2009, quando os países desenvolvidos tiveram déficit de conta corrente de US\$ 147 bilhões e os em desenvolvimento superávit de US\$ 322 bilhões. Mas deve voltar, no próximos anos, ao nível pré-crise, segundo as projeções do FMI. As taxas de câmbio desvalorizadas dos países superavitários dificultam a redução dos desequilíbrios. A taxa real de câmbio na China, ainda atrelada informalmente ao dólar, e nos países do Golfo, muitos também com vínculo ao dólar, começaram apenas recentemente a se apreciarem, mas não o suficiente para alterar a conjuntura de forma significativa.

GIEVE (2008) realça os riscos associados aos desequilíbrios, que estão ligados à recente crise financeira internacional, agravada pela falência do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008. O autor lembra que os excessos de poupança (“savings glut”<sup>14</sup>) que se desenvolveram nos países exportadores de petróleo e na China contribuíram para a queda das taxas de juros de longo prazo. As taxas de juros de ativos seguros caíram mais em termos relativos, porque o crescimento dos ativos externos foi concentrado em títulos dos governos. A queda desencorajou a poupança e pressionou os preços dos ativos. De forma a manter os retornos tradicionais, o setor privado procurou estratégias inovadoras sem se preocupar com os riscos associados aos novos produtos, o que resultou na atual crise.

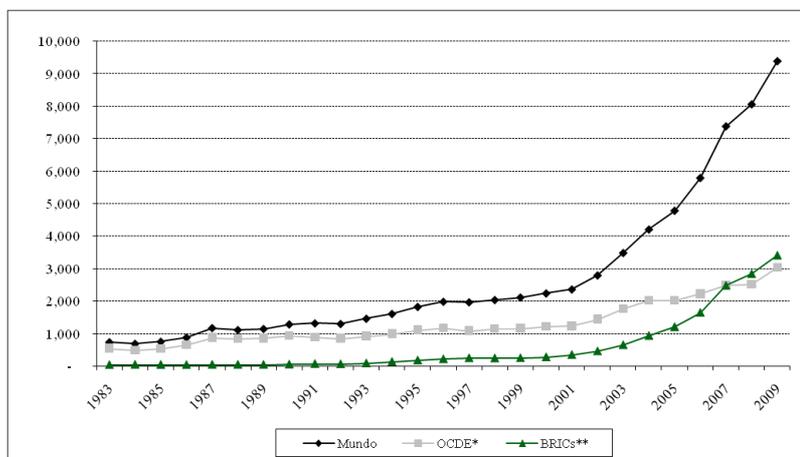
O acúmulo das reservas internacionais, que atingiram 9,4 trilhões em 2009, surgiu como um dos resultados de tais desequilíbrios globais. Na última década, a característica principal desse acúmulo de reservas é a crescente participação dos países em desenvolvimento. Entre 2001 e 2009, as reservas quadruplicaram, e os países membros dos BRICs<sup>15</sup> foram responsáveis por quase metade (44%) desse aumento, segundo ilustra o Gráfico 5.

---

<sup>14</sup> Citação feita por Ben Bernanke, em “Global Imbalances: Recent Developments and Prospects”, 2007, discurso feito no seminário Bundesbank Lecture, em Berlim.

<sup>15</sup> O termo BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China) foi cunhado por Jim O’Neill, analista do banco de investimentos Goldman Sachs, em 2001, no relatório “The World Needs Better Economic BRICs”. Em 2003, no relatório “Dreaming with BRICs: The Path to 2050”, O’Neill previu que, em 40 anos, os BRICs serão maiores em termos econômicos do que Estados Unidos e Europa Ocidental juntos.

**Gráfico 5. Reservas mundiais (US\$ bilhões)**



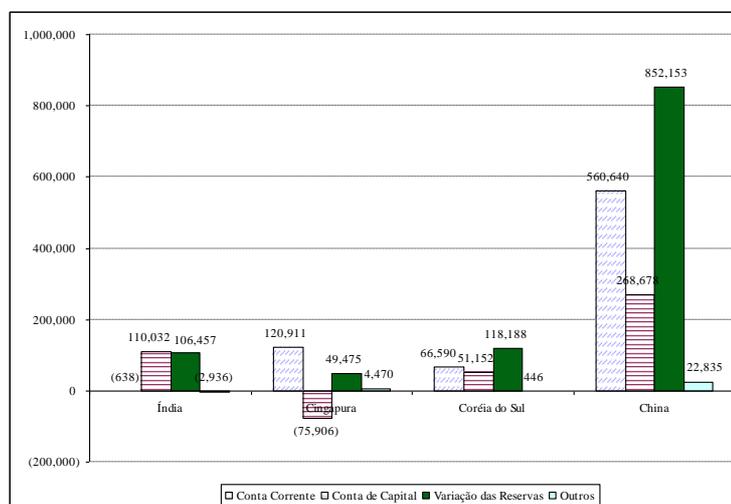
Fonte: Autor, com base em dados do Banco Mundial ("World Development Indicators").

\* Países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

\*\* Brasil, Rússia, Índia e China. Os dados da Rússia foram incluídos a partir de 1993.

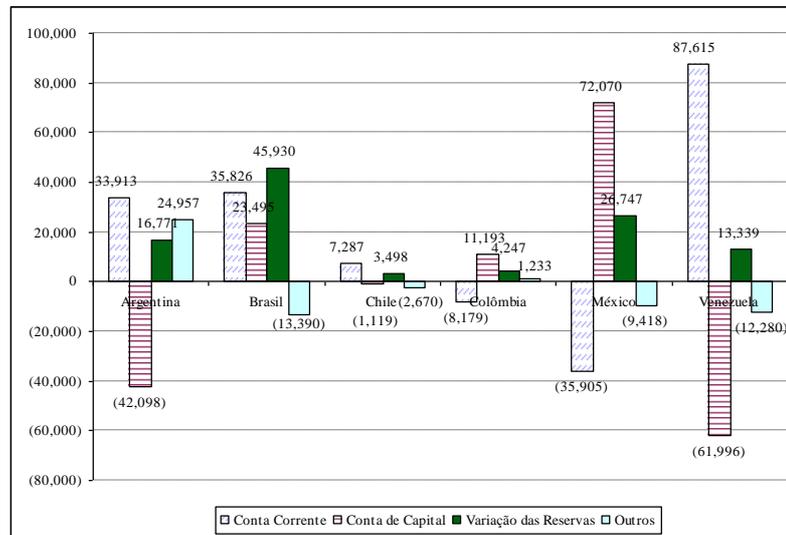
Como realçam Griffith-Jones e Ocampo (2008), o tipo de reserva acumulada é importante para se verificar a “qualidade” da reserva de determinado país. Os autores ressaltam que, enquanto China e Cingapura receberam transferências líquidas de recursos por meio de superávits em conta corrente, a Índia “tomou emprestado” reservas, considerando-se que a acumulação das reservas foi estimulada pela entrada líquida de capital, segundo ilustra o Gráfico 6. A mesma distinção pode ser feita na América Latina, como mostra o Gráfico 7. A Venezuela e a Argentina acumularam reservas resultantes de superávits em conta corrente, mas o México e a Colômbia tiveram de contar com financiamento externo. O Brasil, que será objeto de análise no Capítulo 5, teve ambos, no período considerado: superávits na conta corrente e influxos de capital.

**Gráfico 6. Componentes da acumulação de reservas na Ásia (US\$ milhões)**



Fonte: Griffith-Jones e Ocampo (2008), com base em dados do FMI ("International Financial Statistics"), para o período 2002-2006.

**Gráfico 7. Componentes da acumulação de reservas na América Latina (US\$ milhões)**



Fonte: Griffith-Jones e Ocampo (2008), com base em dados do FMI (“International Financial Statistics”), para o período 2002-2006.

A teoria econômica, como lembram Alberola e Serena (2008), sugeriria que o capital deve fluir dos países desenvolvidos para os mercados emergentes, onde os retornos esperados são maiores. O financiamento dos déficits de países desenvolvidos por parte dos países em desenvolvimento é considerado uma anomalia, conhecida como paradoxo de Lucas<sup>16</sup>. No início da década de 1990, a incerteza com relação ao crescimento dos países em desenvolvimento, os riscos associados e a reduzida liberalização financeira poderiam justificar o padrão dos fluxos, como afirmam os autores. Mas na última década, os países em desenvolvimento apresentaram crescimento econômico significativo, a volatilidade foi menor e a integração financeira foi intensificada, o que resultou na entrada de maiores fluxos financeiros privados para os mercados emergentes, que saíram de menos de US\$ 200 bilhões no final da década de 1990 para mais de US\$ 1,6 trilhão em 2007<sup>17</sup>. A questão, no entanto, é que tal fluxo foi mais do que compensado pela saída de recursos dos países em desenvolvimento por meio do acúmulo das reservas internacionais e a criação dos FSI.

Os FSI criados na última década surgiram nesse contexto de desequilíbrios macroeconômicos e acumulação de reservas internacionais por parte dos países em desenvolvimento. Aizenman e Glick (2007) consideram o fenômeno dos FSI como um subproduto do crescimento das reservas internacionais. Os países exportadores de

<sup>16</sup> LUCAS, R.E. (1990) Why Capital Doesn't Flow From Rich to Poor Countries? *The American Economic Review*, 80(2), pp. 92-103.

<sup>17</sup> FMI (2008b), “World Economic Outlook”. Citado em: Alberola e Serena (2008), pp.317.

commodities teriam aprendido que o uso dos recursos advindos de aumentos temporários de preços pode resultar em inflação e apreciação da taxa de câmbio, bem como prejudicar a competitividade internacional. O aumento dos gastos depois do aumento dos preços do petróleo em 1973 não se revelou sustentável na década de 1980 e caiu de forma significativa. O recente aumento dos preços das commodities, portanto, foi aproveitado de maneira mais racional, e parte dos ganhos foi acumulada em FSI. Um segundo fator motivando o crescimento dos FSI, segundo os autores, é o esforço dos países em desenvolvimento para diminuir os custos dos estoques de reservas internacionais. Muitos dos PEDs têm um nível de reservas acima do que seria necessário por razões prudenciais e há um movimento para conseguir maiores retornos ao transferir o controle de parte das reservas do Banco Central para um FSI. A Tabela 5 demonstra a disparidade dos retornos e o estímulo à diversificação. O portfólio padrão dos bancos centrais apresenta retorno anual de 1%, comparado ao retorno anual de 7% de um portfólio baseado em ações dos Estados Unidos. Considerando-se a inflação, a probabilidade de retorno negativo do portfólio dos bancos centrais é de 37%, comparada a 13% do portfólio acionário.

**Tabela 5. Risco e retorno de portfólios de investimentos**

	Retorno anual	Desvio padrão anualizado	Probabilidade de retorno negativo real para período de 10 anos
	%	%	%
Portfólio padrão dos bancos centrais	0.98	1.24	37.00
Portfólio padrão dos fundos de pensão	5.75	12.45	12.50
Portfólio com ações dos Estados Unidos	7.11	19.37	13.30

Fonte: Summers (2007b).

Mas não foram apenas motivos econômicos que levaram à proliferação de FSI. Os governos reconheceram o novo instrumento como um importante mecanismo para promover seus interesses e isso, como será discutido na próxima Seção, levou a reações políticas nos países receptores dos investimentos dos fundos soberanos.

### 3.3 Considerações políticas

Como visto, as razões para a acumulação de reservas e a proliferação dos FSI podem ser buscadas na teoria econômica relacionada a precaução, estabilidade e diversificação. Mas o fenômeno dos FSI não pode ser compreendido por completo sem considerações políticas.

Tanto a criação dos fundos como a reação que eles geraram estão relacionadas às discussões sobre o papel do Estado na gestão da economia e à crescente presença dos países em desenvolvimento no cenário internacional.

Na última década, a importância econômica dos chamados “mercados emergentes” cresceu de forma significativa. A questão, como apresenta Santiso (2008), é que “o Centro é cada vez menos o Centro e a Periferia cada vez menos a Periferia”. O crescimento não é mais impulsionado apenas pelos países da OCDE, que representam hoje menos de 55% do produto mundial, comparado com 75%, cinco décadas atrás. Há 10 anos, segundo o autor, o mercado de ações dos Estados Unidos correspondia a metade do valor de mercado mundial e hoje representa cerca 35%, com tendência de queda. Em 2007, pela primeira vez, as economias emergentes comercializaram mais entre elas do que com os países da OCDE. Com a crise financeira de 2008, originada nos Estados Unidos e com repercussões danosas na Europa, a tendência se acentuou. A criação do G20, que substituiu para todos os efeitos práticos o G8 em questões econômicas, foi o reconhecimento de que a realidade mudou.

Essas mudanças não poderiam acontecer sem reações e discussões a respeito da nova ordem global. Um dos principais debates tem sido acerca do papel do Estado na economia. As intervenções dos governos norte-americano e europeu para impedir uma catástrofe maior durante a crise financeira de 2008, que gerou a maior queda de produto desde a Segunda Guerra Mundial<sup>18</sup>, foi encarada como um reconhecimento de que o Estado tinha confiado demais nos mercados. Entre outubro de 2008 e julho de 2009, a Comissão Européia aprovou medidas de garantia de 2,9 trilhões de Euros e proveu fundos para a capitalização do setor financeiro no montante de 313 bilhões de Euros<sup>19</sup>. Nos Estados Unidos, o Congresso aprovou um plano de US\$ 787 bilhões para recuperar os bancos, nacionalizou a sua maior seguradora (AIG), as suas maiores empresas de crédito (Fannie Mae e Freddie Mac) e as suas maiores montadoras (G.M. e Chrysler).

A revogação do Glass-Steagall Act, em 1999, marcou de forma emblemática o ápice da confiança nos mercados. A lei foi criada em 1933 para impôr controles mais rígidos ao setor financeiro norte-americano no entendimento de que fora a especulação descontrolada dos bancos que levava à quebra da Bolsa de Nova York, em 1929. David Rothkopf, em

---

<sup>18</sup> FMI (2009) “World Economic Outlook: Sustaining the Recovery”, Washington, DC: outubro.

<sup>19</sup> ADLER, E., J. KAVANAGH e A. UGRYUMOV (2010) “State Aid to Banks in the Financial Crisis: The Past and the Future”, *Journal of European Competition Law & Practice*, 1 (1): 66-71.

entrevista para o *Financial Times*<sup>20</sup>, afirmou que a crise resultou no final de 25 anos de predomínio da tese de Reagan e Thatcher de que menos governo é melhor governo.

Mesmo antes da crise, artigo da *Newsweek*<sup>21</sup> chamou atenção para o retorno do capitalismo de Estado, citando os exemplos de China, Rússia, Cingapura, Dubai e Venezuela. Segundo o artigo, as empresas estatais, principalmente quando bem gerenciadas, podem ser muito competitivas. Das 22 companhias chinesas entre as 2000 maiores empresas mundiais, apenas uma não tem vinculação com o governo. O caminho chinês é similar ao de Cingapura, onde o fundo soberano Temasek liderou o desenvolvimento das principais marcas daquele país, como a Singapore Telecom e a Singapore Airlines. O artigo lembra também que as operadoras de portos mais eficientes do mundo e duas das companhias aéreas mais rentáveis são estatais de Dubai e Cingapura.

Segundo Ian Bremmer<sup>22</sup>, em avaliação talvez demasiadamente simplista, dois sistemas estariam em disputa. O capitalismo de Estado, promovido principalmente por Rússia e China, além de Arábia Saudita e Venezuela, apresenta crescente desafio às corporações privadas e ao capitalismo de livre mercado do Ocidente. Alguns países emergentes, como o Brasil e a Índia, estariam entre os dois sistemas, e teriam de escolher entre as duas opções. Diante de tal cenário, o autor defende uma aliança entre Estados Unidos e Europa para enfrentar uma “guerra” por corações e mentes de forma a promover o capitalismo ocidental. O principal receio do autor é que os países membros dos BRICs negociem cada vez mais entre eles próprios, o que prejudicaria os interesses norte-americanos.

A discussão política sobre os FSI insere-se nesse contexto. Alguns países, como Cingapura, França e Brasil, parecem desejar utilizar esse tipo de instrumento para impulsionar suas economias domésticas. Cingapura criou o fundo Temasek, em 1974. Ng (2010) afirma que o fundo persegue os interesses de Cingapura de forma comercial e não-comercial. O fundo foi criado para controlar os investimentos do governo nas firmas domésticas mais importantes, em setores como navegação, energia e telecomunicações, bem como alimentos e sistemas de engenharia. Depois de 35 anos, o portfolio agregado do Temasek saiu de US\$ 345 milhões para US\$ 185 bilhões, com a maior parte do aumento tendo sido verificada de 2002 a 2008. Nesse período recente, o autor aponta a atuação mais agressiva do fundo no mercado internacional. O fundo apresenta a marca impressionante de retorno históricos de 18% ao ano.

---

<sup>20</sup> “Washington waning way: how bail-outs poison a free market recipe for the world”, *Financial Times*, 28 de setembro de 2008.

<sup>21</sup> WEHRFRITZ, G. “State capitalists: Governments are getting back into the business of business”, *Newsweek*, 1 de maio de 2006.

<sup>22</sup> BREMMER, I. (2010) *The End of the Free Market: Who Wins the War Between States and Corporations?*, Nova York: Portfolio.

Tal rendimento foi conseguido, no entanto, com os seus investimentos domésticos, em empresas controladas pelo Estado, que se beneficiam de monopólios.

O Presidente francês, Nicolas Sarkozy, ao anunciar o FSI da França, afirmou que seus objetivos seriam sustentar a atividade econômica e impedir a desnacionalização de empresas francesas<sup>23</sup>. A chamada “arma contra crises” contou inicialmente com 20 bilhões de euros. O FSI francês foi idealizado como um dos principais instrumentos para a política industrial do país. O fundo é gerenciado pela Caixa de Depósitos e tem a função estratégica de incentivar o investimento nacional. O fundo também tem caráter defensivo, com vistas a evitar a desnacionalização de setores da economia, protegendo empresas francesas que estejam baratas no mercado e vulneráveis a aquisições. O FSI francês, ademais, fornecerá capital para empresas consideradas estratégicas pelo Estado, que estejam em situação frágil com a atual crise financeira. Na mesma linha dos fundos da França e Cingapura, o fundo brasileiro, que será analisado no Capítulo 5, tem entre seus objetivos declarados o apoio à internacionalização das empresas domésticas.

O lançamento do FSI da China, em 2007, com recursos iniciais de US\$ 200 bilhões, foi encarado como mais um passo do capitalismo de Estado e gerou forte reação dos governos dos países desenvolvidos, que temiam a utilização estratégica dos FSI, para comprar empresas, dominar setores importantes da economia e adquirir tecnologias.

O Congresso dos Estados Unidos interessou-se pelo assunto e chamou Edwin M. Truman, do Peterson Institute, para analisar os FSI. Truman (2008b) afirmou que os FSI não apresentam uma nova ameaça significativa para a segurança dos Estados Unidos e seus interesses econômicos. Segundo o autor, os FSI são apenas um de vários desafios relacionados às mudanças econômicas e financeiras globais no século XXI. O autor, no entanto, defende que o governo dos Estados Unidos continue a pressionar os países com FSI a elaborar e adotar melhores práticas para que os fundos soberanos possam prover maiores níveis de transparência para os cidadãos dos países donos de FSI e dos países que recebem seus investimentos. O autor classificou os FSI, nesse sentido, de acordo com suas práticas correntes, analisando a estrutura, governança, relatórios e transparência dos fundos, e atribuiu notas para cada FSI. O ranking foi elaborado para facilitar a diferenciação entre os FSI e incentivar a adoção das melhores práticas. O autor cita que alguns casos, como a China e potencialmente o Brasil, levantam preocupações com relação a conflitos de interesses, porque os fundos soberanos podem ser utilizados para promover suas empresas domésticas.

---

<sup>23</sup> Discurso do Presidente da França, Nicolas Sarkozy, pronunciado no departamento de Loir-et-Cher, em 20 de novembro de 2008.

Como lembra Cohen (2009), havia pouco receio com relação às aspirações geopolíticas dos primeiros países a terem FSI (ex. Kuwait e Kiribati) e os que seguiram o exemplo depois (ex. Noruega). Os investimentos pareciam ser conservadores e benéficos para os países receptores. O vice Secretário do Tesouro norte-americano, Robert Kimmitt, afirmou: “There is little evidence of any ulterior foreign policy motives in practice”<sup>24</sup>. Mas a criação do fundo chinês, seguida do anúncio da Rússia a respeito da criação dos fundos Reserve Fund e National Welfare Fund, com um total de recursos de US\$ 150 bilhões, mudou a situação<sup>25</sup>.

Individualmente, os países desenvolvidos começaram a revisar os instrumentos legais à sua disposição para lidar com os novos investidores, representando uma mudança em relação ao clima favorável em relação aos investimentos diretos estrangeiros que predominou nas décadas de 1980 e 1990. Cohen nota que, em 2000, das 150 mudanças regulatórias relativas a investimentos diretos estrangeiros monitoradas pela Conferência das Nações Unidas para Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), a quase totalidade (147) foi no sentido de liberalizar os investimentos. A tendência sofreu inflexão mesmo antes da criação dos FSI chinês e russo. Em 2005, a empresa chinesa China National Offshore Oil Company (CNOOC) tentou sem sucesso comprar a Unocal, produtora de petróleo norte-americana. Em 2006, a reação política negativa nos Estados Unidos fez a empresa estatal de Dubai, DP World, desistir de comprar a P&O, operadora de portos. Cohen afirma que, desde 2005, pelo menos 11 países importantes em termos econômicos, que representam dois quintos de todos os investimentos diretos estrangeiros mundiais, resolveram mudar suas leis para expandir o controle ou proibir completamente investimentos em determinados setores<sup>26</sup>. Nos Estados Unidos, o governo aprovou o Foreign Investment and National Security Act (FINSA), em 2007. A legislação também foi alterada no Canadá, França, Alemanha e Japão. Em dezembro de 2005, a França adotou decreto que exige autorização prévia para investimentos estrangeiros em 11 setores que afetam o interesse de defesa nacional.

As instituições econômicas multilaterais também foram acionadas para responder ao desafio apresentado pela dimensão dos novos FSI. O G8, reunido em Heiligendamm, na Alemanha, em junho de 2007, afirmou que as restrições aos investimentos dos FSI “aplicam-se apenas a um número limitado de casos que concernem principalmente à segurança nacional”. Cohen ressalta que, quatro meses depois, sob pressão dos governos dos Estados

---

<sup>24</sup> KIMMITT, R.M. “Public footprints in private markets: sovereign wealth funds and the world economy”, *Foreign Affairs*, 87:1, jan-fev. 2008, p. 124.

<sup>25</sup> Em fevereiro de 2008, a Rússia anunciou que o Stabilization Fund, criado em 2004, seria separado em duas entidades, o Reserve Fund e o National Welfare Fund.

<sup>26</sup> US Government General Accountability Office, *Foreign investment: laws and policies regulating foreign investment in ten countries*, Washington DC, 2008; Marchick e Slaughter, *Global FDI Policy*.

Unidos e da França, os ministros de finanças do G8 solicitaram formalmente que a OCDE e o FMI estudassem o assunto. O FMI desenvolveria princípios para guiar o comportamento dos FSI e a OCDE concentrar-se-ia nos países receptores dos investimentos.

No FMI, uma série de encontros, denominados “International Working Group of Sovereign Wealth Funds”, foi convocada em novembro de 2007. Menos de um ano depois, foram adotados os 24 Princípios de Santiago, que deveriam governar a atuação dos FSI<sup>27</sup>. Cohen realça a reação negativa de alguns FSI, que não consideraram o tratamento justo, tendo em conta que não há regras do mesmo tipo para investidores financeiros similares aos FSI. O autor cita o vice-presidente executivo do FSI chinês (CIC), que afirmou: “We don’t need outsiders to come tell us how we should act”. Apesar da reação, o tesouro dos Estados Unidos conseguiu persuadir Abu Dhabi e Cingapura, donos de dois dos maiores FSI, a emitirem comunicado conjunto, em março de 2008, abrindo mão de “objetivos geopolíticos”<sup>28</sup>.

Segundo Cohen, os trabalhos na OCDE foram menos produtivos do que os do FMI. Depois de menos de seis meses de deliberações, o Comitê de Investimentos da OCDE limitou-se a ratificar o *status quo*, em relatório de abril de 2008<sup>29</sup>. O documento apenas recomenda que os países utilizem a exceção de segurança nacional “with restraint”.

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

---

<sup>27</sup> International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign wealth funds: generally accepted principles and practices – Santiago Principles*, Washington DC, outubro de 2008.

<sup>28</sup> “Treasury Reaches Agreement on Principles for Sovereign Wealth Fund Investment with Singapore and Abu Dhabi”. US Department of the Treasury, 20 de março de 2008. Disponível em: [www.ustreas.gov/press/releases/hp881.htm](http://www.ustreas.gov/press/releases/hp881.htm).

<sup>29</sup> Organization for Economic Cooperation and Development, *Sovereign wealth funds and recipient country policies*, Paris, 4 de abril de 2008.

principalmente na América do Norte e na Ásia, enquanto os FSI investem de forma mais uniforme nas duas regiões e na Europa, além de terem presença no Oriente Médio, região que recebe pouca atenção dos fundos mútuos. Os FSI estão investindo de forma mais diversificada, incluindo países cujos retornos são mais atrativos, independente do regime político. No que se refere a setores, os fundos mútuos investem principalmente em bancos e telecomunicações e os FSI têm um portfólio mais diversificado.

Balding (2008) também fez análise dos portfólios dos FSI e chegou a conclusões similares às de Avendaño e Santiso, afirmando que os FSI parecem agir como investidores normais. Os administradores dos FSI diversificam os riscos, aplicando em ações, títulos de dívida e instrumentos alternativos. Como os FSI lidam com a riqueza soberana, procuram concentrar sua atenção em ativos líquidos, tais como ações “blue chip”, títulos de dívida soberana e papéis de corporações com boa avaliação de crédito. O autor afirma, ademais, que não há evidência de que os FSI impactem de forma significativa os mercados de capitais.

Chhaochharia e Laeven (2008) afirmam que os FSI investem para diversificar em relação aos setores domésticos, procurando países que tenham culturas similares às deles. Os investimentos dos FSI, portanto, não seriam inteiramente guiados por maximização de lucros, o que levaria os FSI a terem fracos desempenhos de longo prazo.

A ameaça do fundo soberano chinês alardeada em 2007 ainda não se refletiu na prática, pelo menos nos países desenvolvidos, que contam com instrumentos legais para lidar com os investimentos considerados estratégicos. Wu e Seah (2008) ressaltam que, segundo Li Yong, vice-ministro das finanças chinês, um terço dos US\$ 200 bilhões do capital inicial do CIC foram alocados para a compra do Central Huijin Investment Company, *holding* do governo chinês que possui participações substanciais nas principais instituições financeiras chinesas. Outro terço foi utilizado para capitalizar o Banco de Agricultura e o Banco de Desenvolvimento da China. Apenas um terço do CIC, portanto, está sendo utilizado para comprar ativos no mercado internacional, o que será feito, segundo o Senhor Yong, de forma gradual e cautelosa. Como forma de tentar diminuir as reações políticas ao fundo, o vice-ministro chinês garantiu que o CIC não iria investir nos mercados estrangeiros em setores considerados estratégicos, como transporte aéreo, telecomunicações e petróleo<sup>30</sup>. Indicações mais recentes, no entanto, sugerem que a parcela alocada para as compras no mercado internacional pode chegar a 45% do total do fundo<sup>31</sup>. Wu e Seah concluem seu artigo

---

<sup>30</sup> “China Investment Corporation unveils investment plan”, *China Daily*, 17 de novembro de 2007, edição digital.

<sup>31</sup> “CIC raises global spending power”, *Financial Times*, 23 de abril de 2008, edição digital.

chamando atenção para a reação política dos governos ocidentais, principalmente por parte do governo dos Estados Unidos, e sugerem que o CIC mantenha uma atitude cautelosa nos seus investimentos, de forma a evitar ser tratado como mais uma das “ameaças chinesas”.

Como forma de melhorar a percepção acerca de seus objetivos, o fundo soberano chinês tem procurado associar-se a investidores norte-americanos e contratar serviços especializados de administração de recursos. Cai e Clacher (2009) notam que os investimentos iniciais chineses nos mercados externos foram quase exclusivamente direcionados para grandes corporações do mercado financeiro norte-americano, como Blackstone, Visa e Morgan Stanley. Os autores realçam que a estratégia mais recente inclui a cooperação com firmas de “private equity”, a exemplo da “joint-venture” do CIC com a empresa JC Flowers, que lançou um fundo de US\$ 4 bilhões para investir em ativos financeiros nos Estados Unidos. Para tranquilizar os governos dos países onde está investindo, o Diretor Geral do CIC, Gao Xiqing, afirmou, em entrevista a rede de televisão norte-americana, que não buscará obter o controle das empresas em que o fundo adquira participação. Cai e Clacher ressaltam que o CIC está procurando serviços de consultoria de firmas como a McKinsey, que ajudou na organização inicial do fundo, e o banco de investimentos Morgan Stanley, que assessora na formulação da estratégia global de alocação de recursos.

Vale notar que a mesma cautela demonstrada na aquisição de ativos nos Estados Unidos e Europa não está sendo adotada na atuação chinesa na África, segundo Doriye (2010). A autora aponta que o país está utilizando uma série de instrumentos, incluindo o FSI e empresas estatais, para assegurar o suprimento de petróleo, minerais e terra arável.

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

O influente banco de investimentos Goldman Sachs (O’Neill, Nielsen e Bahaj, 2008) também saiu em defesa dos FSI, afirmando que eles servem duas funções importantes e positivas: permitem que os países em desenvolvimento invistam seus ganhos para o uso futuro e fornecem recursos altamente demandados para países que dependem de capital

estrangeiro. Apesar de reconhecerem que os FSI poderiam prover mais informações sobre suas operações, aumentando o grau de transparência do setor, os autores ressaltam que a questão principal é a mudança da estrutura de governança econômica global. Os governos dos países desenvolvidos não podem demandar mais informações sobre os FSI do que eles mesmos divulgam sobre a administração de suas reservas e exigem de outros investidores em suas jurisdições. Os autores concluem que, em vez de criticarem os FSI, alguns grandes países desenvolvidos com excesso de reservas, como o Japão e a Europa Ocidental, deveriam criar seus próprios fundos soberanos.

A decisão de criar um FSI, no entanto, não parece estar diretamente relacionada com o volume total das reservas dos países, o que levaria o Japão a ter um instrumento do tipo. Como será analisado no próximo Capítulo, os determinantes para o estabelecimento dos fundos soberanos de investimentos estão associados ao superávit de conta corrente, à dependência da exportação de combustíveis e minérios e à poupança interna.

## 4. Determinantes dos fundos soberanos de investimentos

### 4.1 Estatísticas

De acordo com a Tabela 4, existem hoje 43 FSI, pertencentes a 35 países. Os fundos soberanos são distintos entre si, com relação à forma de financiamento e aos objetivos dos investimentos, como discutido na Seção 3.1. Os países donos dos fundos também apresentam ampla diversidade, variando da Mauritânia, com PIB per capita de US\$ 450, até a rica Noruega, com PIB per capita de US\$ 41 mil. Algumas características, no entanto, parecem ser comuns a quase todos os países que estabeleceram FSI. Como visto anteriormente, a criação dos fundos soberanos está relacionada inicialmente com o desejo de acumular riquezas advindas da exploração de recursos naturais esgotáveis. Kuwait e Kiribati, os primeiros a estabelecerem FSI, visaram a poupar parte dos lucros auferidos nas exportações de petróleo e fosfato, respectivamente. O maior FSI existente, dos Emirados Árabes Unidos, é financiado pelas exportações de petróleo. A Noruega (segundo maior FSI) e a Arábia Saudita (terceiro) são os dois outros principais exemplos de fundos soberanos associados à riqueza originada pelo petróleo. O Chile contou com as exportações de cobre para criar seu FSI, em 1985. A primeira característica que marca os países donos de FSI, portanto, é a grande dependência das exportações de combustíveis (na maioria dos casos, o petróleo) e minérios.

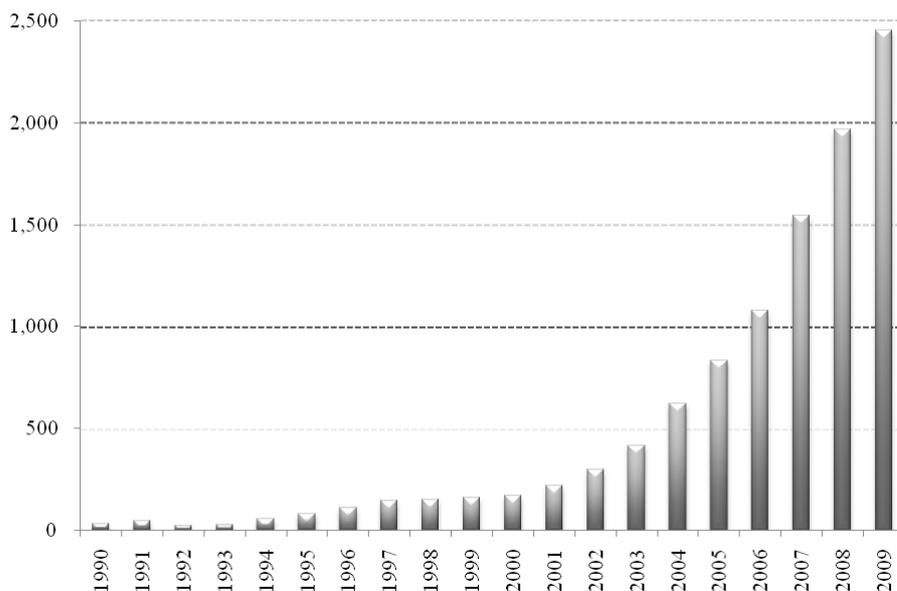
Para os grandes exportadores de uma só commodity, o estabelecimento do fundo soberano de investimento está relacionado a diversos objetivos reconhecidos pela teoria econômica. Como lembra Das (2008), a invenção do novo instrumento, no começo dos anos 1950, foi motivada pela necessidade de lidar com o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

A segunda característica macroeconômica presente na maioria dos países que decidiram criar FSI é o balanço positivo da conta corrente. Os fundos soberanos são utilizados

como uma maneira de acumular fora do país os recursos excedentes, de forma a impedir a apreciação exagerada do câmbio, que poderia prejudicar o desempenho exportador da economia e resultar na chamada “doença holandesa”. Além dos países dependentes da exploração de um recurso natural principal, que logram altos superávits na balança comercial, há os casos mais recentes dos países que acumulam reservas internacionais por meio da robusta exportação de manufaturados. O principal exemplo deste último caso é a China, que criou o China Investment Corporation (CIC), em setembro de 2007.

Apesar de ter sido o fundo que chamou atenção para o fenômeno dos FSI e colocou os países desenvolvidos em sinal de alarme, o fundo soberano chinês encontra justificativas na teoria econômica. O crescimento da China, baseado intensamente nas exportações industriais, resultou na acumulação de reservas, que atingiram US\$ 2,4 trilhões em 2009, conforme mostra o Gráfico 8.

**Gráfico 8. Reservas da China (US\$ bilhões)**



Fonte: Banco Mundial (“World Development Indicators”).

Segundo Zhang e He (2009), apesar de um adequado nível de reservas internacionais ser necessário para lidar com o comércio e finanças internacionais, o enorme volume das reservas acumuladas também impõe sérios riscos para a China. Primeiro, o custo de oportunidade das reservas está crescendo. A maior parte das reservas chinesas está investida em títulos do tesouro dos Estados Unidos, que são líquidos e seguros, mas proporcionam baixos rendimentos. De 2001 a 2007, a taxa de juros do título de 10 anos flutuou entre 3 a

6%<sup>32</sup>. Os autores consideram que a diferença entre tais rendimentos e os retornos dos investimentos diretos estrangeiros feitos na China pode ser considerada como o custo de oportunidade das reservas chinesas. De acordo com a pesquisa do Banco Mundial citada pelos autores, a taxa de retorno anual dos investimentos de empresas multinacionais na China era de 22% em 2005<sup>33</sup>. O segundo risco apresentado pelos autores é o cambial, que pode levar a significativa queda do poder de compra das reservas chinesas. Desde a reforma do regime cambial do renminbi, em julho de 2005, a moeda chinesa tem gradualmente apreciado em relação ao dólar, levando a perdas anuais para as reservas da China. Os autores ressaltam, por último, que a acumulação de reservas levou a excesso de liquidez nos mercados financeiros da China. De forma a compensar o impacto inflacionário das compras de dólar, o banco central chinês tem emitido títulos para esterilização, mas a prática não parece ser sustentável. Nesse cenário, Zhang e He afirmam que o governo chinês tem duas alternativas para lidar com os desafios: ou diminuir o acúmulo das reservas, o que teria de ser considerado no âmbito de uma mudança estrutural econômica que encorajasse o consumo doméstico; ou administrar as reservas por meio de uma política mais ativa, que procure obter retornos mais altos dos investimentos. A segunda alternativa levou à criação do CIC, que procura diversificar os investimentos das reservas por meio de compras de ações, commodities, imóveis e outros produtos financeiros.

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

Bellone (2008) defende que a poupança interna e a financiamento externo são complementares nas estratégias de crescimento voltadas para o exterior dos países em desenvolvimento. A poupança interna sempre esteve associada ao crescimento, desde o modelo neoclássico de Solow<sup>34</sup> até os modelos mais recentes, como o de Romer<sup>35</sup>. Bellone

---

<sup>32</sup> Federal Reserve of the USA (2008) "Database of Federal Reserve of the USA". Disponível em: [http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Monthly/H15\\_TCMNOM\\_Y10.txt](http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Monthly/H15_TCMNOM_Y10.txt).

<sup>33</sup> Xinhua Agency (2006) "World Bank: The returns on investment of foreign enterprises in China reached 22 percent". Disponível em: [http://news.xinhuanet.com/fortune/2006-11/11/content\\_5317841.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2006-11/11/content_5317841.htm).

<sup>34</sup> SOLOW, R.M. (1956) A Contribution to the Theory of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*. 70: 65-94.

<sup>35</sup> ROMER, P.M. (1986) Increasing Returns and Long-run Growth. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 94(5), pp. 1002-1037.

propõe um modelo seqüencial de “technological catching-up”, no qual a poupança interna é utilizada para sustentar o crescimento no médio prazo e evitar crises de financiamento externo. A autora lembra que todas as economias do Leste Asiático experimentaram um rápido crescimento de suas poupanças internas no começo do processo de “catching-up”, conforme documentado por Stiglitz (1996). Stiglitz afirma que a maioria dos países asiáticos adotou políticas que, direta ou indiretamente, promoveram a poupança. Bellone não considera que as altas taxas de poupança interna sejam necessárias para o processo inicial de “catching-up”, mas são fundamentais para que o crescimento não seja interrompido. Como lembram Loayza *et all* (2000): “a national saving rate broadly in line with the economy’s investment rate reduces vulnerability to sudden shifts in international capital flows driven by uncontrollable forces, such as herd behavior or self-fulfilling investor expectations”. Vale notar que não está claro a causalidade entre crescimento e poupança interna. Rodrik (2000) mostra que o crescimento sustentado da poupança é normalmente seguido de aceleração do crescimento que persiste durante vários anos, mas termina depois de um período. O crescimento, por sua vez, consegue gerar uma mudança positiva permanente nos níveis de poupança.

A Tabela 6 mostra as características mencionadas (exportações de combustíveis e minérios, superávit de conta corrente e poupança interna), além do índice das reservas em relação ao PIB e o PIB *per capita*. Foram incluídos os países que criaram FSI e possuem população superior a 200 mil habitantes<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> Kiribati (população de 100 mil habitantes) e São Tomé e Príncipe (160 mil) não foram considerados, apesar de terem FSI, criados em 1956 e 2004, respectivamente.

**Tabela 6. Países com fundos soberanos de investimentos: indicadores econômicos**

País	Balanco Conta Corrente/ PIB	Exportações combustíveis / Exportações Totais	Exp. Minérios e Metais/Exp. Totais	PIB Per Capita	Reservas /PIB	Poupança interna bruta/PIB
	%	%	%	2000 US\$	%	%
Emirados Árabes Unidos	13.17	69.93	1.72	24,033	21.29	41.22
Noruega	15.78	66.24	6.98	41,226	15.30	38.41
Arábia Saudita	25.84	90.00	0.22	9,902	9.30	49.58
Cingapura	22.26	13.40	1.35	27,589	97.99	49.72
China	8.14	2.07	1.93	1,633	40.25	50.50
Hong Kong (China)	11.77	1.84	4.45	31,970	74.61	31.96
Kuwait	41.66	94.67	0.16	21,503	14.34	53.68
Rússia	8.55	58.46	7.29	2,654	27.64	33.75
Libia	37.24	N/D	N/D	7,206	101.54	57.80
Catar	29.52	89.59	0.14	29,217	11.45	66.23
Argélia	20.25	97.67	0.50	2,128	70.99	55.04
Cazaquistão	(1.37)	68.24	13.46	2,135	17.84	43.26
Coréia do Sul	1.24	5.20	1.97	14,436	24.87	31.72
Brunei	53.30	94.81	0.06	18,261	6.15	52.59
França	(0.72)	4.03	2.52	23,254	3.92	19.79
Malásia	15.35	14.27	1.41	4,804	50.69	42.82
Irã	7.54	78.63	1.30	1,948	N/D	40.49
Chile	2.23	1.68	60.03	5,853	13.63	31.87
Venezuela	13.45	88.30	2.43	5,357	17.94	38.10
Azerbaijão	10.36	84.41	1.24	1,556	12.03	53.86
Nigéria	15.54	95.12	0.15	457	26.28	N/D
Barein	11.08	77.53	14.49	15,463	19.86	50.02
Brasil	0.60	7.20	10.43	4,137	9.56	19.77
Oman	10.39	89.96	1.01	9,215	16.37	45.25
Botswana	11.24	0.16	16.47	4,369	67.51	46.67
México	(0.79)	15.20	2.26	6,352	8.51	23.61
Timor-Leste	N/S*	N/D	0.00	309	46.20	N/D
Trinidad e Tobago	26.80	68.58	1.35	9,939	32.81	45.02
Vietnã	(5.32)	23.01	0.65	576	23.12	28.75
Gabão	17.88	69.45	4.42	4,069	9.96	56.63
Indonésia	1.23	27.02	8.71	994	12.25	29.34
Mauritânia	(23.43)	23.71	60.33	450	4.79	2.88
Sudão	(10.86)	87.51	0.49	468	4.61	18.24

Fonte: Autor, com base nos dados do FMI ("World Economic Outlook Database"), para o Balanço de Conta Corrente, e Banco Mundial ("World Development Indicators"), para o resto dos indicadores.

Dados utilizados são a média dos últimos 5 anos (2004-8).

N/D: Não disponível; N/S: Não significativo

\* O balanço de conta corrente do Timor Leste é de 193%.

Dos 33 países listados, apenas 6 apresentam déficits de conta corrente<sup>37</sup>. Os dez países com os maiores FSI, que representam 89% do volume de recursos em tal tipo de instrumento financeiro, possuem média de 21% de superávit de conta corrente. Entre esses dez países, estão os grandes exportadores mundiais de petróleo e gás, como Emirados Árabes, Arábia Saudita e Noruega, além dos países caracterizados pelo dinamismo de suas exportações industriais, como China, Cingapura e Hong Kong (China).

<sup>37</sup> Os países que apresentam déficits são os seguintes: Cazaquistão, França, México, Vietnã, Mauritânia e Sudão.

O predomínio dos Estados exportadores de recursos naturais esgotáveis é demonstrado pelos dados referentes às exportações de combustíveis e de minérios e metais em relação ao PIB. Dos 33 países, 26 são importantes exportadores de commodities. Além dos produtores tradicionais de petróleo, como Emirados Árabes, Arábia Saudita, Noruega, Rússia, Venezuela e México, a lista inclui países que apenas recentemente tornaram-se importantes exportadores, como o Vietnã. O Chile é o principal exemplo de país exportador de minério (no caso, o de cobre), que resolveu criar um FSI. Outro caso é o de Botswana, onde o setor de exploração de minerais responde por cerca de 40% das receitas do governo<sup>38</sup>.

Os dez maiores possuidores de FSI contam com uma poupança interna superior a 30% do PIB. Na média, os países que constituíram fundos soberanos de investimentos apresentam poupança interna de 40% do PIB. Dos 33 países incluídos na tabela, apenas 4 possuem poupança interna inferior a 20% do PIB: França, Brasil, Mauritânia e Sudão.

A Tabela 7 compara os índices macroeconômicos selecionados dos países que possuem FSI com a média global, de forma a realçar os altos índices de superávits de conta corrente, exportações de combustíveis, reservas internacionais e poupança interna.

**Tabela 7. Média dos indicadores econômicos dos países com FSI e média global**

<b>País</b>	<b>Balanco Conta Corrente/ PIB</b>	<b>Exportações combustíveis / Exportações Totais</b>	<b>Exp. Minérios e Metais/Exp. Totais</b>	<b>PIB Per Capita</b>	<b>Reservas /PIB</b>	<b>Poupança interna/PIB</b>
	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>	<b>2000 US\$</b>	<b>%</b>	<b>%</b>
Média dos países com FSI	12.19	51.87	7.19	10,105	28.55	40.28
Média Global	(1.70)	16.74	7.76	8,226	18.89	19.10

Fonte: Autor, com base nos dados do Banco Mundial ("World Development Indicators") e FMI (Balanco Conta Corrente). Dados utilizados são a média dos últimos 5 anos (2004-8).

Apenas três exemplos não se encaixam entre os países exportadores de recursos naturais esgotáveis<sup>39</sup> ou com significativos superávits de conta corrente<sup>40</sup>: Coreia do Sul (fundo criado em 2005), França (fundo criado em 2008) e Brasil (fundo criado em 2008). Se for considerada também a poupança interna, os países que se sobressaem são apenas a França e o Brasil, tendo em conta que a Coreia do Sul poupa 32% do seu PIB.

O objetivo da Coreia do Sul, ao criar o seu FSI, segundo Fernandez e Eschweiler (2008), foi o de diversificar a alocação dos investimentos de suas reservas internacionais, que atingiram US\$ 270 bilhões em 2009, e desenvolver o setor de administração de recursos, por

<sup>38</sup> Banco Mundial, "Botswana Country Brief".

<sup>39</sup> Definidos, pelo autor, como países cujas exportações de combustíveis ou de minérios representam mais de 15% das exportações totais.

<sup>40</sup> Definidos, pelo autor, como países que apresentam superávit de conta corrente superior a 8% do PIB.

meio da delegação de grandes parcelas do fundo para administradores privados. De fato, o capital inicial do fundo coreano, de US\$ 20 bilhões, foi capitalizado com US\$ 17 bilhões das reservas internacionais e US\$ 3 bilhões do Fundo de Estabilização Cambial do Ministério de Estratégia e Finanças. Cerca de 35% dos recursos do fundo são administrados por terceiros, e o portfólio de investimentos total é dividido em títulos de dívida (53%) e ações (47%)<sup>41</sup>. O caso da Coreia do Sul, nesse sentido, assemelha-se ao chinês, considerando-se o alto nível proporcional de reservas e a economia baseada em exportações de manufaturados. A criação do fundo soberano coreano foi motivado pelo objetivo de diminuir o custo de carregamento das reservas, ao permitir investimentos de longo prazo mais arriscados.

Rhee (2007), no entanto, ressalta algumas críticas internas ao fundo da Coreia do Sul. As características das reservas internacionais da Coreia do Sul são diferentes das de outros países que estabeleceram FSI, como os países exportadores de petróleo e Cingapura. As reservas dos exportadores de petróleo podem ser vistas como riqueza real, ou seja, recursos naturais transformados em ativos financeiros para uso por gerações futuras. Em Cingapura, a lógica para a criação do Government of Singapore Investment Corporation, em 1981, esteve associado à falta de oportunidades de investimentos domésticos, considerando-se o pequeno tamanho do mercado do país. No caso da Coreia, o autor realça que as reservas são financiadas principalmente por meio da emissão de títulos, que aumentam a dívida do governo.

Nem a França nem o Brasil são caracterizados pela exportação de apenas uma commodity, pelos altos superávits de conta corrente ou pela significativa poupança interna, como é o caso da maioria dos países que possuem FSI. Os fundos soberanos dos dois países são diferentes também do caso sul-coreano, considerando-se que não foram criados com recursos das reservas internacionais. Os fundos soberanos francês e brasileiro podem ser classificados como fundos de desenvolvimento, que, segundo definição do FMI (2008a), geralmente auxiliam projetos sócio-econômicos ou promovem políticas industriais para impulsionar o crescimento do PIB do país. O primeiro a criar um fundo de desenvolvimento foi Cingapura, com o já citado Temasek, em 1974. Os fundos de desenvolvimento podem ser associados ao renovado desejo dos governos de terem uma atuação mais ativa na economia, apontado na Seção 3.3.

O Fundo Estratégico de Investimentos da França, que conta com recursos de 20 bilhões de euros, segue os objetivos da lei de modernização da economia, de 4 de outubro de

---

<sup>41</sup> KIC Annual Report 2009. Disponível em: [www.kic.go.kr/en](http://www.kic.go.kr/en).

2008, que exigiu que o governo francês seja um investidor de longo prazo, com vistas a contribuir para o desenvolvimento das empresas francesas. Em 2009, o Fundo investiu 800 milhões de euros em 21 companhias, incluindo desde grandes corporações envolvidas no processo de internacionalização até as pequenas e médias empresas<sup>42</sup>. O fundo francês envolveu-se em diversos setores, incluindo o automobilístico (Renault e Peugeot Citroën), farmacêutico (o fundo InnoBio é exclusivamente dedicado ao setor) e de tecnologia da informação (Avanquest Software e Dailymotion). A iniciativa da criação do fundo francês está relacionada com o desejo do Presidente da França, Nicolas Sarkozy, de ser visto como um líder ativo no combate às consequências da crise financeira de 2008.

O caso brasileiro será estudado no Capítulo 5. Na próxima Seção, as indicações estatísticas apresentadas nesta Seção serão avaliadas por modelos econométricos que associam a posse do FSI às características macroeconômicas mencionadas.

#### 4.2 Verificação empírica

Como forma de dar tratamento mais formal aos dados relacionados aos fundos soberanos de investimentos, esta Seção apresentará os resultados de regressões probit, feitas para avaliar a hipótese de que os FSI são determinados pela presença de:

- superávits significativos de conta corrente;
- dependência das exportações de combustíveis e minérios;
- altos níveis de poupança interna.

As regressões, que são baseadas no trabalho de Aizenman e Glick (2009), incluirão como regressores as seguintes variáveis: balanço de conta corrente/PIB; exportação de combustíveis/exportações totais; exportações de minérios e metais/exportações totais; PIB per capita; reservas/PIB; e poupança interna/PIB.

Os dados utilizados são do FMI, para o balanço de conta corrente, e do Banco Mundial (“World Development Indicators”), para as demais variáveis, e referem-se à média dos últimos cinco anos com dados disponíveis (2004-8<sup>43</sup>). A média foi utilizada porque o estudo refere-se a características estruturais dos países. Se apenas o último ano fosse utilizado como base, os efeitos conjunturais da crise financeira, por exemplo, poderiam influenciar de

---

<sup>42</sup> “Fonds Stratégique D’Investissement: Une vision à long terme des projets de l’entreprise”, *Rapport D’Activité 2009*. Disponível em: [www.fonds-fsi.fr](http://www.fonds-fsi.fr).

<sup>43</sup> Em alguns casos, devido à indisponibilidade de dados, foram incluídos anos anteriores a 2004, para completar o período de cinco anos.

maneira indevida as conclusões. A amostra inclui 159 países, cujos dados estavam disponíveis, dos quais 31 têm FSI<sup>44</sup>.

Foram realizadas quatro regressões probit. O modelo probit é um modelo de resposta binária que considera que a distribuição dos erros segue a distribuição normal. A existência de fundo soberano de investimento é caracterizada pelo valor 1 da variável dependente, que, nas regressões de resposta binária, só pode receber os valores de 0 ou 1. O modelo estatístico probit expressa a probabilidade P de que y tenha o valor 1 da seguinte forma:

$$P [y=1 | x] = G(\beta_0 + x \beta)$$

Onde  $G(\cdot)$  é a função de distribuição cumulativa normal padrão. A escolha de G garante que P terá valores estritamente entre zero e um. O modelo é não linear porque os parâmetros  $\beta$  estão dentro da função não linear  $G(\cdot)$ . O programa utilizado para realizar as regressões<sup>45</sup> chega a estimativas de máxima verossimilhança para os parâmetros por meio de procedimentos de otimização.

A Regressão 1 inclui como variáveis independentes a conta corrente/PIB, exportação de combustíveis/exportações totais e exportações de minérios e metais/exportações totais, além de uma constante. Os resultados estão na Tabela a seguir.

**Tabela 8. Resultados da Regressão 1**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob
C	-1.5146	0.227637	-6.6534	2.86E-11
Conta corrente / PIB	0.0769	0.019294	3.9878	0.0001
Exp. Combustíveis / Exp. Totais	0.0206	0.005587	3.6921	0.0002
Exp. Minérios e Metais/ Exp. Totais	0.0157	0.008761	1.7901	0.0734
Pseudo R-Quadrado (McFadden)	0.4594	Média var dependente		0.1950
Estatística LR	72.0751	Log-verossimilhança		-42.4047
Prob(estatística LR)	1.55E-15	Log-verossimilhança restrita		-78.4423
Obs com Dep=0	128	Obs total		159
Obs com Dep=1	31			

Fonte: Autor, com base nos dados calculados pelo programa Eviews, versão 6.

Os coeficientes das variáveis independentes conta corrente/PIB e exportações de combustíveis/exportações totais são positivos e significativos a 1% no teste bicaudal. A variável exportações de minérios e metais/exportações totais também tem coeficiente positivo e significativo a 10%. Os resultados confirmam a indicação das análises estatísticas. Os países que estabeleceram FSI apresentam superávits de conta corrente e/ou têm as exportações concentradas em petróleo. A ligação entre os FSI e a exportação de minérios é menos significativa em termos estatísticos, mas também foi registrada pela análise econométrica.

<sup>44</sup> A amostra varia de 159 países, na Regressão 1, até 154 países, na Regressão 4. Nas duas primeiras regressões, 31 países têm FSI; nas duas últimas, 30. Vide tabelas 8 e 10.

<sup>45</sup> Eviews, versão 6.

Na regressão probit, o coeficiente não representa o efeito marginal das variáveis independentes, mas o seu sinal é o mesmo. Por isso pôde-se concluir que o balanço de conta corrente e as exportações de combustíveis têm efeito positivo na probabilidade de existência de FSI.

Para o cálculo do efeito marginal das variáveis independentes, precisa-se recorrer à seguinte fórmula de derivada parcial:

$$dp/dx_j = g(\beta_0 + x\beta) \beta_j, \text{ onde } g(z) \equiv dG/dz$$

Utilizando-se o programa econométrico, foram calculados os efeitos marginais. A cada ponto percentual de variação da proporção do balanço de conta corrente em relação ao PIB, a probabilidade do país ter um FSI varia em 1,5%. Ou seja, caso um determinado país saia de um superávit nulo de conta corrente para 10% do PIB, a probabilidade de ele ter um fundo soberano de investimentos cresce 15%. O efeito marginal de variações nas exportações de combustíveis, minérios e metais é menor, sendo de 0,4% para os combustíveis e 0,3% para minérios e metais. Para que a probabilidade de um país ter FSI aumente em 10%, por exemplo, é preciso que a exportação de petróleo aumente 40% em relação às exportações totais.

Os efeitos marginais permitem algumas análises sobre os FSI. Para que um país chegue a uma situação em que seus indicadores estatísticos sugiram a criação de um FSI, é preciso haver uma evolução estrutural na sua economia. Não é a criação do fundo que trará essa mudança e, sim, a alteração dos fundamentos econômicos do país. Um país que não seja um importante exportador de petróleo, por exemplo, teria de passar a sê-lo. Um país que não seja caracterizado por altos índices de superávit de conta corrente, terá de mudar suas contas nacionais de maneira significativa e sustentada (vale recordar que os índices estatísticos considerados são a média dos últimos 5 anos). Os exemplos aconteceram na prática. A China aumentou seu superávit de conta corrente de 1,3% do PIB em 2001 para 9,4% em 2008<sup>46</sup>. O país passou, de fato, por uma mudança estrutural: deixou de ser uma economia fechada para, a partir de 1978, abrir-se ao comércio e tornar-se, em 2009, o principal exportador do mundo<sup>47</sup>. O Vietnã começou a exploração de petróleo nos anos 1970, mas só a partir do começo da década de 1990 tornou-se um exportador significativo do produto<sup>48</sup>. Quando as exportações

---

<sup>46</sup> Fundo Monetário Internacional: “World Economic Outlook Database”, abril de 2010. Disponível em: [www.imf.org](http://www.imf.org).

<sup>47</sup> Organização Mundial do Comércio: “International Trade Statistics”, 26 de março de 2010. Disponível em: [www.wto.org/english/news\\_e/pres10\\_e/pr598\\_e.htm](http://www.wto.org/english/news_e/pres10_e/pr598_e.htm).

<sup>48</sup> US Energy Information Administration: [www.eia.doe.gov](http://www.eia.doe.gov).

de petróleo chegaram a 24% das exportações totais<sup>49</sup>, em 2006, o país criou seu fundo soberano.

Vale analisar outros índices apresentados na Tabela 8. O pseudo R-quadrado (McFadden) é de 0,46. O índice é análogo ao R-quadrado das regressões lineares normais, estando sempre entre 0 e 1, e é calculado pela fórmula  $1 - l_{ir}/l_0$ , onde  $l_{ir}$  é a função log-verossimilhança do modelo estimado e  $l_0$  é a função log-verossimilhança no modelo restrito, com somente o intercepto.

Para avaliar a significância da regressão como um todo, foram utilizados os testes de hipótese múltipla de razão de verossimilhança (RV) e de Wald. Segundo Wooldridge (2007), o teste RV é baseado no mesmo conceito do teste F de um modelo linear. O teste F mede o acréscimo na soma dos quadrados dos resíduos quando variáveis são retiradas do modelo, e o teste RV baseia-se na diferença das funções log-verossimilhança dos modelos irrestrito e restrito. Como a estimação de máxima verossimilhança maximiza a função log-verossimilhança, a eliminação de variáveis deve levar a uma log-verossimilhança menor. Para se avaliar se a queda na log-verossimilhança é suficientemente grande para a conclusão de que as variáveis eliminadas são importantes, é utilizada a estatística razão de verossimilhança, calculada pela fórmula  $LR = 2(l_{ir} - l_0)$ . Na Regressão 1, o LR calculado pelo programa econométrico é de 72, comprovando a significância dos regressores utilizados.

O teste de Wald é essencialmente a estatística F, após uma transformação simples, segundo Wooldridge. A estatística de Wald tem uma distribuição qui-quadrada assintótica, com o número de graus de liberdade igual ao de restrições sendo testadas. O resultado do teste, que também comprovou a significância estatística da Regressão 1, é apresentado na Tabela abaixo.

**Tabela 9. Resultados do Teste de Wald da Regressão 1**

Estatística de Teste	Valor	gl	Prob
F-estatística	19.53	(3, 155)	8.57E-11
Chi-quadrado	58.59	3	1.17E-12

Fonte: Autor, com base nos dados calculados pelo programa Eviews, versão 6.

Outras três regressões probit foram realizadas, com alterações nas variáveis independentes consideradas. Todas são significativas em termos estatísticos<sup>50</sup>. Os resultados foram resumidos na Tabela a seguir.

<sup>49</sup> Banco Mundial (“World Development Indicators”). Disponível em: <http://data.worldbank.org/data-catalog>.

<sup>50</sup> De acordo com os testes de hipóteses múltiplas de razão de verossimilhança (RV) e de Wald.

**Tabela 10. Resultados das Regressões 2, 3 e 4**

	<b>Regressão 2</b>	<b>Regressão 3</b>	<b>Regressão 4</b>
Conta corrente / PIB	0.0754	0.0671	0.0268
<i>Desvio padrão</i>	(0.0208)	(0.0204)	(0.0240)
<i>Estatística t</i>	3.6274	3.2827	1.1182
<i>Efeito marginal</i>	1.47%	1.29%	0.40%
Exp. Combustíveis / Exp. Totais	0.0210	0.0210	0.0208
<i>Desvio padrão</i>	(0.0060)	(0.0057)	(0.0068)
<i>Estatística t</i>	3.5270	3.6542	3.0663
<i>Efeito marginal</i>	0.41%	0.40%	0.31%
Exp. Minérios e Metais/Exp. Totais	0.0160	0.0156	0.0146
<i>Desvio padrão</i>	(0.0089)	(0.0088)	(0.0091)
<i>Estatística t</i>	1.7929	1.7784	1.5985
<i>Efeito marginal</i>	0.31%	0.30%	0.22%
PIB Per Capita	2.96E-06		
<i>Desvio padrão</i>	1.46E-05		
<i>Estatística t</i>	0.2028		
<i>Efeito marginal</i>	5.76E-07		
Reservas / PIB		0.0093	
<i>Desvio padrão</i>		(0.0094)	
<i>Estatística t</i>		0.9952	
<i>Efeito marginal</i>		0.18%	
Poupança interna / PIB			0.0595
<i>Desvio padrão</i>			(0.0190)
<i>Estatística t</i>			3.1283
<i>Efeito marginal</i>			0.89%
Pseudo R-quadrado (McFadden)	0.458173	0.460045	0.54628
Log-verossimilhança	-42.3842	-41.2364	-34.45543
Observações	158	156	154
Observações SWF = 1	31	30	30
K+1 Parâmetros	5	5	5
Graus de liberdade	153	151	149
c-crítico t a 10% bicaudal	1.645	1.645	1.645
c-crítico t a 5% bicaudal	1.960	1.960	1.960
c-crítico t a 2% bicaudal	2.326	2.326	2.326
c-crítico t a 1% bicaudal	2.576	2.576	2.576

Fonte: Autor, com base nos dados calculados pelo programa Eviews, versão 6.

Na Regressão 2, foi incluída a variável PIB per capita, cujo coeficiente é positivo, mas não significativo. O resultado parece confirmar as indicações das análises dos dados, considerando-se que tanto países desenvolvidos, como Noruega, Cingapura e França, como países de renda média, como Brasil e Chile, além de países de menor desenvolvimento relativo, como Nigéria e Timor-Leste, resolveram criar FSI. Aizenman e Glick (2009) fizeram regressões excluindo da amostra os países desenvolvidos e chegaram a coeficientes positivos

para o PIB per capita. Entre os países em desenvolvimento, portanto, os países de menor renda são menos inclinados a criarem um fundo soberano de investimentos.

Os coeficientes das variáveis de conta corrente e exportações de combustíveis continuaram, na Regressão 2, a exemplo da Regressão 1, a serem significativos a 1% de significância, e o coeficiente das exportações de minérios e metais, a 10%. Os efeitos marginais das variáveis não foram alterados de forma significativa em relação à primeira regressão.

Os resultados da Regressão 3 são de certa forma contra-intuitivos, porque o coeficiente da variável independente reservas/PIB não é significativo. Ou seja, a decisão de criar um fundo soberano de investimentos não parece estar relacionada com o tamanho relativo das reservas internacionais do país. A explicação é que os países que criaram os fundos soberanos de investimentos deslocaram, em alguns casos, partes significativas de suas reservas internacionais para tais fundos, remanescendo com reservas que não tem um peso importante em relação ao seu produto nacional. A Arábia Saudita, por exemplo, tem um FSI de US\$ 415 bilhões, mas suas reservas representam apenas 9% do PIB, ou US\$ 38 bilhões<sup>51</sup>.

Aizenman e Glick realizaram regressões em painel para o período de 1985-2006, com as reservas/PIB como variável dependente. As variáveis explicativas utilizadas foram a volatilidade das reservas, a razão das importações em relação ao PIB, a razão do M2 em relação às reservas e a ocorrência de crises, além de uma variável *dummy* para indicar a presença de FSI. A proporção das reservas em relação ao PIB cresce quanto maiores forem as necessidades de cobrir os custos das importações (importações/PIB) e os riscos de liquidez associados a altos passivos domésticos de curto prazo do sistema financeiro (M2/reservas). As reservas caem com a ocorrência de crises, e o efeito da volatilidade das reservas não é significativo.

Segundo o estudo dos autores, o coeficiente da variável *dummy* para indicar a presença de FSI é positivo e significativo. A presença de fundo soberano de investimento, portanto, aumenta o nível das reservas. O resultado não suporta a percepção de que a criação do FSI levaria a menores níveis de reservas. Aizenman e Glick afirmam que uma explicação possível é que a maioria dos países com FSI estabeleceram os fundos recentemente, o que deixou pouco tempo para que houvesse impacto nas reservas. Para avaliar tal explicação, os autores incluíram mais uma variável *dummy* na regressão, relativa à existência de FSI antigo (criado antes de 1990) em países exportadores de petróleo. O coeficiente da variável adicional é

---

<sup>51</sup> Dado de 2008 do Banco Mundial (“World Development Indicators”).

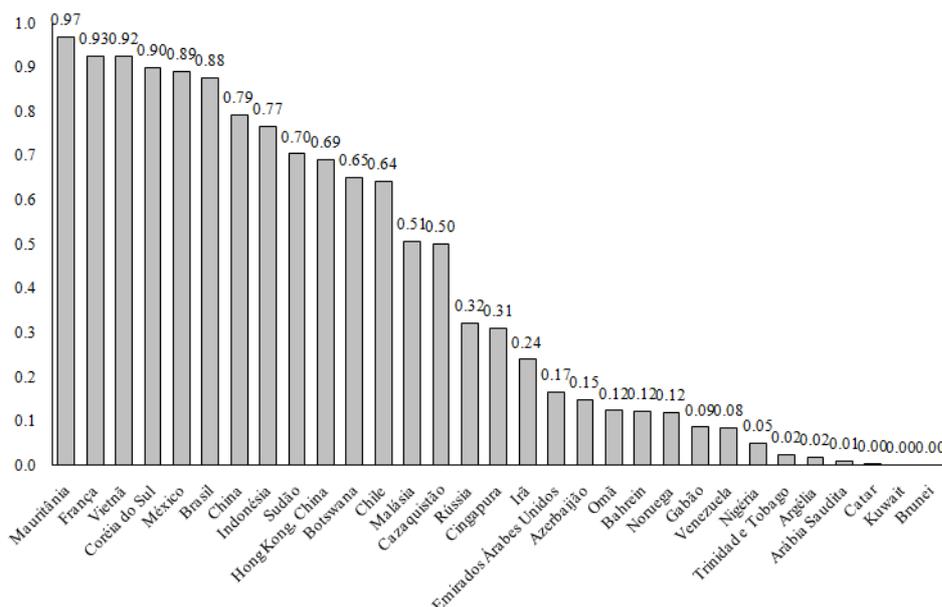
negativo, confirmando a avaliação de que os países exportadores de petróleo com FSI estabelecidos há mais tempo tendem a ter menores níveis de reservas. As análises, portanto, não permitem uma conclusão definitiva sobre o impacto que a criação de um fundo soberano de investimentos tem nas reservas internacionais do país.

O nível da poupança interna foi incluída na Regressão 4, como um dos regressores. O coeficiente da variável é significativo a 1%. Vale notar que a regressão tem um R-quadrado McFadden de 0,54, o maior das quatro regressões realizadas. O resultado comprova que os países que decidiram criar fundos soberanos de investimentos apresentam significativas poupanças internas brutas, como os casos dos donos dos cinco maiores fundos: Emirados Árabes Unidos (poupança interna bruta de 41% do PIB), Noruega (38%), Arábia Saudita (50%), Cingapura (50%) e China (50%). Os FSI existentes, portanto, estão associados a países que poupam partes significativas de sua renda, para os quais o fundo soberano surge como uma maneira de manter parte de seus recursos no exterior, em aplicações mais rentáveis.

### 4.3 Análise dos resíduos

A análise dos resíduos das regressões realizadas permite discutir a questão da particularidade dos fundos da Coreia do Sul, França e Brasil, apontada na Seção 4.1, de maneira mais formal. O Gráfico a seguir apresenta os resíduos da Regressão 1 dos países que possuem FSI.

**Gráfico 9. Resíduos da Regressão 1**



Fonte: Autor, com base nos dados calculados pelo programa Eviews, versão 6.

Seis países sobressaem-se com resíduos acima de 0,8: Mauritânia, França, Vietnã, Coréia do Sul, México e Brasil. Nesses países, a probabilidade estimada (“fitted probability”) para a existência de FSI varia de 0,03 a 0,12. A Mauritânia, o Vietnã e o México são tradicionais exportadores de petróleo. Os três, no entanto, apresentam déficits de conta corrente. O déficit da Mauritânia médio nos últimos 5 anos foi de 23% do PIB. O México e o Vietnã são economias mais complexas do que os tradicionais exportadores de petróleo do Oriente Médio. As exportações do combustível representam 15% das exportações totais do México e 23% do Vietnã, comparados a países cujas exportações são quase inteiramente dependentes do petróleo, como Arábia Saudita (90%), Kuwait (95%) e Catar (90%). Apesar dos altos resíduos, a Mauritânia, o Vietnã e o México encaixam-se no caso dos países que estabeleceram fundos soberanos de investimentos para lidar com a dependência em relação a um recurso natural finito.

Como indicado pela análise das estatísticas na Seção 4.1, a Coréia do Sul, a França e o Brasil apresentam-se como os casos dos FSI que não podem ser explicados ou pelos altos superávits de conta corrente ou pela dependência das exportações de combustíveis e minérios. A Coréia do Sul, como dito, criou o seu fundo soberano de investimentos com recursos de suas reservas internacionais, de forma a buscar retornos mais altos e diminuir o custo de carregamento de suas reservas, objeto de críticas internas no país. Além disso, o país apresenta alto nível de poupança interna bruta (32% do PIB). O FSI francês foi lançado como uma resposta à crise financeira de 2008, com o objetivo de garantir às empresas francesas recursos não disponíveis no mercado internacional privado. O fundo também pretende proteger, contra investidores estrangeiros, os empresários da França que estejam momentaneamente fragilizados, evitando a desnacionalização de setores da economia. O FSI lançado pelo Presidente Sarkozy, portanto, pode ser considerado um fundo soberano de desenvolvimento, de acordo com a definição do FMI (2008a).

O Brasil, com resíduo de 0,88, aparece como o sexto maior resíduo, dentre os países que criaram fundos soberanos de investimentos. As razões para o alto índice e as motivações que levaram à criação do fundo brasileiro serão analisadas no próximo Capítulo.

Os cinco maiores resíduos<sup>52</sup> dos países que não têm FSI são apresentados na Tabela a seguir.

---

<sup>52</sup> Como o valor da variável dependente é zero, no caso dos países sem FSI, o resíduo é igual em termos absolutos à probabilidade estimada (“fitted probability”).

**Tabela 11. Cinco maiores resíduos de países sem FSI**

<b>País</b>	<b>Resíduo</b>
Iraque	-0.90
Bolívia	-0.70
Iêmen	-0.63
Papua Nova Guiné	-0.56
Equador	-0.44

Fonte: Autor, com base nos dados calculados pelo programa Eviews, versão 6.

Quatro países (Irake, Bolívia, Iêmen e Papua Nova Guiné) possuem probabilidades estimadas de ter FSI acima de 0,5. São países, portanto, que, baseados em seus indicadores econômicos, poderiam ter criado fundos soberanos de investimentos. Mas fica claro que, nos quatro casos, as decisões econômicas estão relegadas a um segundo plano, devido às características políticas particulares dos países. O Iraque está envolvido em uma guerra. A Bolívia enfrenta necessidades de investimentos prementes, para lidar com a pobreza e a desigualdade, e passa por mudanças políticas significativas desde a chegada do Presidente Evo Morales ao poder, em 2006. A situação política no Iêmen é instável, com os riscos terroristas sendo enfrentados por operações que envolvem crescentemente os atores internacionais. A Papua Nova Guiné tornou-se independente apenas em 1975, é um dos países mais diversos do mundo, com mais de 700 línguas nativas, teve de lidar até recentemente com revoltas separatistas e sofre uma crise de HIV que é comparada à situação da África subsahariana<sup>53</sup>. Os dados macroeconômicos do Equador resultam em uma probabilidade estimada de 0,44, também alta, apesar de inferior a 0,5. Cerca de 50% das exportações totais do país são combustíveis, mas o país não apresenta altos superávits de conta corrente e possui reservas internacionais de apenas US\$ 3,8 bilhões<sup>54</sup>.

<sup>53</sup> “BBC contry profile”. Disponível em: [http://news.bbc.co.uk/2/hi/asia-pacific/country\\_profiles/1246074.stm](http://news.bbc.co.uk/2/hi/asia-pacific/country_profiles/1246074.stm).

<sup>54</sup> Dado do Banco Mundial (“World Development Indicators”) para 2009.

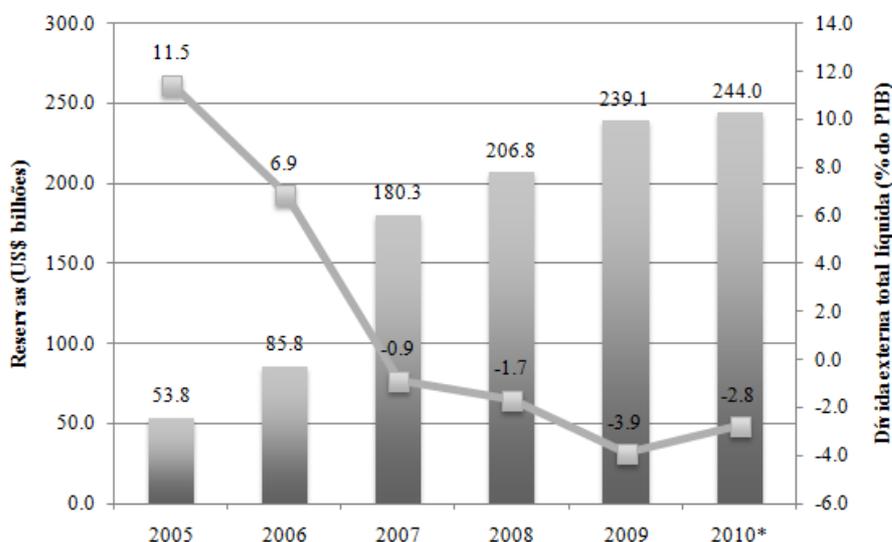
## 5. O caso brasileiro

### 5.1 Fundo Soberano do Brasil

Em outubro de 2007, um mês após o estabelecimento do fundo soberano chinês, o Ministério da Fazenda do Brasil confirmou a intenção de ter instrumento financeiro semelhante<sup>55</sup>. A Rússia anunciou a sua entrada no clube dos países com FSI em fevereiro de 2008, deixando apenas a Índia, entre os países dos BRICs, sem um fundo soberano. Os FSI eram vistos como o lado ofensivo do capitalismo de Estado dos mercados emergentes, utilizando como recursos as reservas internacionais bilionárias acumuladas na última década e como mantra o renovado discurso em prol da atuação mais ativa dos governos na economia.

Era natural, para o governo brasileiro, que o País também desejasse ter disponível o novo mecanismo de investimentos. As reservas do Brasil, na época, eram de US\$ 180 bilhões<sup>56</sup> e atingiram US\$ 244 bilhões em março de 2010, conforme ilustra o Gráfico 10. A histórica dívida externa deixou de ser uma preocupação significativa, e o País passou a ser credor externo líquido.

**Gráfico 10. Reservas internacionais e dívida externa total líquida**



Fonte: Autor, com base nos dados do Banco Central do Brasil.

\* Dado de março de 2010.

De forma emblemática, o projeto de criar o FSI brasileiro foi oficialmente anunciado junto com a nova política industrial<sup>57</sup>, em maio de 2008, no BNDES. A Política de

<sup>55</sup> “Fazenda confirma criação de fundo para gerir recursos”, *Valor Econômico*, 18/10/2007.

<sup>56</sup> Dado de dezembro de 2007.

<sup>57</sup> “Nova política industrial pretende baratear investimento e elevar exportações”, *Folha de São Paulo*, 12/05/2008.

Desenvolvimento Produtivo visou a baratear o custo dos investimentos domésticos e das exportações, incluindo a ampliação do Proex (Programa de Financiamento às Exportações) de R\$ 500 milhões para R\$ 1,3 bilhão. O Fundo Soberano do Brasil (FSB), por sua vez, apoiaria os investimentos no exterior das empresas brasileiras, confirmando o apoio do Estado a um desempenho internacional mais ativo por parte do empresariado nacional. Cinco objetivos foram listados na apresentação do Ministério da Fazenda sobre o FSB<sup>58</sup>: apoiar projetos de interesse estratégico do País; ampliar a rentabilidade dos ativos financeiros mantidos pelo setor público; formar poupança pública; absorver flutuações dos ciclos econômicos; e promover a internacionalização de empresas brasileiras. O Ministério da Fazenda ressaltou que o cenário econômico era favorável para a criação do FSB, mencionando o alto nível das reservas internacionais, a posição credora externa líquida do Brasil, a política fiscal consistente (resultado nominal superavitário no primeiro trimestre de 2008) e o grau de investimento recebido das principais agências classificadoras de risco.

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

A Lei de 2008 foi complementada pelos Decretos 7.055, de 28 de dezembro de 2009, que regulamenta o FSB, e 7.113, de 19 de fevereiro de 2010, que cria o Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil (CDFSB). Os Decretos atribuem ao Ministério da Fazenda a responsabilidade de operar o FSB, mas submetem ao CDFSB, composto também pelo Ministério do Planejamento e o Banco Central, as decisões relacionadas à alocação máxima em cada classe de ativos, aprovação de projetos de interesse estratégico nacional, elaboração da proposta orçamentária e definição do regimento interno. O FSB foi capitalizado com aporte inicial de R\$ 14 bilhões do Tesouro. Em junho de 2010, foi noticiado que o FSB

---

<sup>58</sup> “Fundo soberano do Brasil (FSB)”, apresentação do Ministro da Fazenda, Guido Mantega, 13/05/2008. Disponível em: [www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/pronunci2.asp](http://www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/pronunci2.asp).

compraria ações do Banco do Brasil<sup>59</sup> e, em setembro de 2010, o Ministério da Fazenda informou que o fundo seria utilizado para a capitalização da Petrobrás, relacionada aos investimentos planejados pela estatal para explorar o petróleo do pré-sal<sup>60</sup>. Cerca de 80% do patrimônio do FSB está aplicado nas ações da Petrobrás e 10% nas do Banco do Brasil<sup>61</sup>. A carteira de ativos do Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização (FFIE), cujo único cotista é o FSB, é informada mensalmente, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>62</sup>.

O debate sobre o FSB foi intenso, primeiro nos jornais e depois no meio acadêmico, que recentemente começou a divulgar os primeiros estudos sobre o fundo brasileiro. Na imprensa, pela natureza do meio, a discussão foi por vezes mais apaixonada. O Diretor-Executivo do Brasil no FMI, Paulo Nogueira Batista Jr., saiu em defesa do fundo, ressaltando que a atuação do Tesouro Nacional deve ser bem-vinda, a exemplo do que ocorre nos Estados Unidos, onde o Federal Reserve e a Secretaria do Tesouro compartilham a autoridade cambial e trabalham de forma coordenada<sup>63</sup>. O Embaixador José Viegas associou o fundo soberano brasileiro à expectativa de produção de petróleo do pré-sal e lembrou o exemplo da Noruega, que estabeleceu um fundo nacional por meio do qual reserva a renda gerada pelo petróleo para o desenvolvimento de longo prazo<sup>64</sup>. O Embaixador realçou que os investimentos do fundo norueguês não são especulativos, destinando-se a apoiar atividades produtivas e a elevar a qualidade de vida da população, o que marca diferença fundamental entre a Noruega e os outros grandes exportadores de petróleo. A associação entre o FSB e o pré-sal foi feita também pelo Ministro da Fazenda, Guido Mantega, que ressaltou a importância do fundo como mecanismo que evitará uma valorização excessiva do real quando os dólares originados da venda de petróleo ingressarem no País<sup>65</sup>. Mariano Laplane avaliou positivamente o FSB e realçou o seu caráter desenvolvimentista, com potencial para acelerar o processo de internacionalização das empresas brasileiras<sup>66</sup>. Segundo o professor, o fundo não pode ser visto como um instrumento de curto prazo para segurar o câmbio ou ajudar a política monetária a conter a inflação.

---

<sup>59</sup> “Fundo Soberano comprará ações do Banco do Brasil”, *Jornal do Brasil*, 18 de junho de 2010.

<sup>60</sup> “MP permite uso do Fundo Soberano para a capitalização da Petrobrás”, *Folha de São Paulo*, 1 de setembro de 2010.

<sup>61</sup> “Fundo Soberano tem 80% na Petrobrás”, *O Estado de São Paulo*, 8 de outubro de 2010.

<sup>62</sup> As informações sobre o FFIE estão disponíveis em: <http://www.cvm.gov.br>.

<sup>63</sup> BATISTA Jr., P.N. “Fundo Soberano do Brasil”, *Folha de São Paulo*, 28 de maio de 2008.

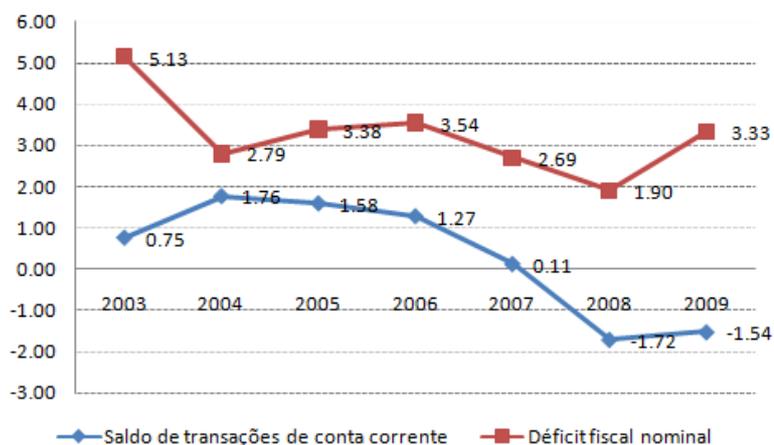
<sup>64</sup> VIEGAS, J. “O petróleo é nosso”, *Folha de São Paulo*, 29 de abril de 2008.

<sup>65</sup> “Mantega liga riqueza do pré-sal ao fundo soberano”, *O Estado de São Paulo*, 20 de agosto de 2008.

<sup>66</sup> LAPLANE, M. “Pode ser um instrumento para o desenvolvimento”, entrevista ao jornal *O Estado de São Paulo*, 31 de maio de 2008.

As críticas concentraram-se nos custos associados ao FSB, na ainda alta dívida pública total, nos déficits fiscal e de conta corrente do Brasil e na baixa poupança interna. O saldo de conta corrente vem caindo desde 2004, e o País teve déficit de 1,5% do PIB em 2009, como mostra o Gráfico 11. O déficit fiscal nominal do governo, que caiu em 2007 e 2008, voltou a subir em 2009, atingindo 3,3% do PIB, por causa da crise financeira mundial.

**Gráfico 11. Saldo de conta corrente e déficit fiscal nominal do Brasil (% do PIB)**



Fonte: Autor, com base nos dados do Banco Central do Brasil.

Fábio Giambiagi afirmou que a criação do novo fundo implicaria em um novo ativo significativo do governo brasileiro, que, a exemplo das reservas internacionais e do FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador), teria remuneração inferior ao custo da dívida<sup>67</sup>. O economista defende que, enquanto o Brasil tiver uma dívida elevada, a melhor forma de aproveitar a eventual bonança fiscal seria pagar a dívida mobiliária. Yoshiaki Nakano chamou atenção para o déficit em transações correntes e realçou que o Brasil não se enquadra na categoria de países onde se justifica a criação de um fundo soberano<sup>68</sup>. Mas lembrou que nem sempre os objetivos do Banco Central e do Tesouro coincidem e que todos os países dotados de instrumentos adequados para estabilizar ou evitar a oscilação excessiva da taxa de câmbio têm, além das reservas cambiais, administradas pelo Banco Central, um Fundo de Estabilização Cambial, comandado pelo Tesouro, a exemplo dos Estados Unidos e Japão. Rolf Kuntz notou que o governo teria de se endividar para formar o fundo soberano, não havendo sobras para política anticíclica<sup>69</sup>. Defendeu, ademais, que os grupos com investimentos no exterior têm sido capazes de conseguir financiamento em condições favoráveis no mercado, não havendo necessidade de utilização dos recursos públicos.

<sup>67</sup> GIAMBIAGI, F. “O fundo soberano”, *Folha de São Paulo*, 21 de julho de 2008.

<sup>68</sup> NAKANO, Y. “Fundo Soberano do Brasil”, *Folha de São Paulo*, 18 de maio de 2008.

<sup>69</sup> KUNTZ, R. “Fundo soberano, brinquedo perigoso”, *O Estado de São Paulo*, 8 de maio de 2008.

As análises acadêmicas sobre o FSB, assim como o debate público na imprensa, também foram marcadas pelo posicionamento a favor ou contra o estabelecimento do fundo, de acordo com as inclinações do autor. Sias (2008) ressalta que “o fundo soberano constitui-se num poderoso instrumento de política econômica, auxiliando as políticas fiscal, monetária, cambial e industrial”. O autor lembra que os países que instituíram FSI melhoraram a condução de sua economia, ao institucionalizar o caráter anticíclico do gasto governamental, atenuar o problema da apreciação cambial e diversificar os investimentos no exterior. Afirma, nesse sentido:

“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”<sup>70</sup>.

Bello (2008) lembra que, ao fornecer recursos para empresas nacionais no exterior, o FSB estaria atuando como um fundo de desenvolvimento e, não, como um instrumento para aumentar a rentabilidade das reservas internacionais. A autora questiona o possível repasse de recursos do FSB para o BNDES e afirma que o BNDES teria condições de acessar diretamente o mercado internacional para financiar suas operações. A autora conclui que o fundo soberano só deveria ser criado “quando a relação reservas/dívida externa brasileira fosse bem maior do que a unidade, de modo a não comprometer os recursos necessários ao pagamento dos compromissos internacionais”.

Freitas (2009), em texto que trata das rendas do petróleo e da instituição do fundo soberano, defende que há fortes argumentos de economia política em prol da instituição do FSB, mas lembra que os objetivos de amortecer os ciclos econômicos ou acumular estoque de poupança para gerações futuras podem ser atingidos por meio do controle adequado dos gastos públicos. O autor afirma:

“É desejável a instituição de um fundo soberano, que acumule as receitas arrecadadas com a extração do petróleo. Esse fundo, contudo, não pode ser visto como uma solução para o desequilíbrio fiscal existente no País. Como mostra a experiência internacional, é a disciplina fiscal que leva ao sucesso de um fundo, e não o contrário. Quanto aos objetivos, os fundos soberanos podem ser classificados em duas categorias

---

<sup>70</sup> Sias (2008), p.119-120.

principais: fundos de estabilização e de poupança. Os primeiros têm por objetivo mitigar os efeitos dos ciclos econômicos. Já os fundos de poupança têm por objetivo acumular ativos financeiros para as gerações futuras. Para o Brasil, julgamos que o mais interessante seria instituir um fundo de poupança. Dentre outros motivos, porque um fundo de poupança deve investir em aplicações que tragam retorno mais no longo prazo, como em educação e infra-estrutura – áreas fortemente carentes do País.”<sup>71</sup>

A diferença entre o caso brasileiro e os demais países que estabeleceram FSI é enfatizada por Caparica (2010), que lembra que o Brasil não tem superávits em conta corrente e não conta com altos índices de poupança interna. Além disso, o autor nota que “a política fiscal não tem sido anti-cíclica, o que serve como forte argumento contra a criação do Fundo Soberano Brasileiro”. Afirma, por fim, que as taxas de juros brasileiras são as mais elevadas do mundo e, portanto, será difícil que o fundo brasileiro consiga oferecer retornos acima do custo da dívida pública. Lima (2009) também realça a especificidade do fundo brasileiro e afirma que o governo “procura usar um instrumento de política econômica denominado erroneamente de fundo soberano, em última instância, para melhorar a competitividade das indústrias brasileiras no exterior”.

Como apontado no Capítulo 4, o Brasil aparece junto com a França como um país que criou seu fundo soberano de investimentos sem ter as características principais dos demais países que possuem tal instrumento, quais sejam, os superávits sustentados de conta corrente, a dependência das exportações de combustíveis e os altos níveis de poupança interna. A especificidade do caso brasileiro é evidenciada na Tabela a seguir.

**Tabela 12. Média dos indicadores econômicos dos países com FSI e dados do Brasil**

<b>País</b>	<b>Balanco Conta Corrente/ PIB</b>	<b>Exportações combustíveis / Exportações Totais</b>	<b>Exp. Minérios e Metais/Exp. Totais</b>	<b>PIB Per Capita</b>	<b>Reservas /PIB</b>	<b>Poupança interna/PIB</b>
	%	%	%	2000 US\$	%	%
Média dos países com FSI*	12.56	53.36	7.08	10,291	29.16	40.96
Brasil	0.60	7.20	10.43	4,137	9.56	19.77

Fonte: Autor, com base nos dados do Banco Mundial ("World Development Indicators") e FMI (Balanco Conta Corrente). Dados utilizados são a média dos últimos 5 anos (2004-8).

\*Excluindo o Brasil.

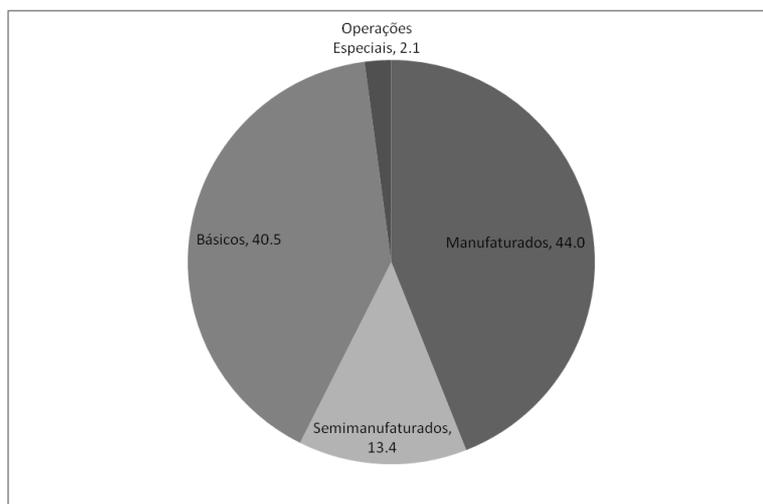
O Brasil não tem conseguido sustentar superávits significativos de conta corrente, ao contrário dos demais possuidores de FSI, que, em média, têm 12,6% de superávit. Nos últimos dois anos (2008 e 2009), o País teve déficit de conta corrente (vide Gráfico 11), influenciado pela valorização da taxa de câmbio e aumento das importações. As reservas

<sup>71</sup> Freitas (2009), p.3.

aumentaram no período, de US\$ 180 para US\$ 239 bilhões (vide Gráfico 10), por causa da política do Banco Central de tentar evitar volatilidade demasiada da taxa de câmbio e acumular um “colchão” de proteção contra crises externas.

Além de não ter superávits de conta corrente, o Brasil não é caracterizado pela dependência da exportação de uma só commodity, como o petróleo ou o cobre. As exportações brasileiras são diversificadas, com produtos manufaturados respondendo por 44% da pauta, conforme ilustra o Gráfico a seguir.

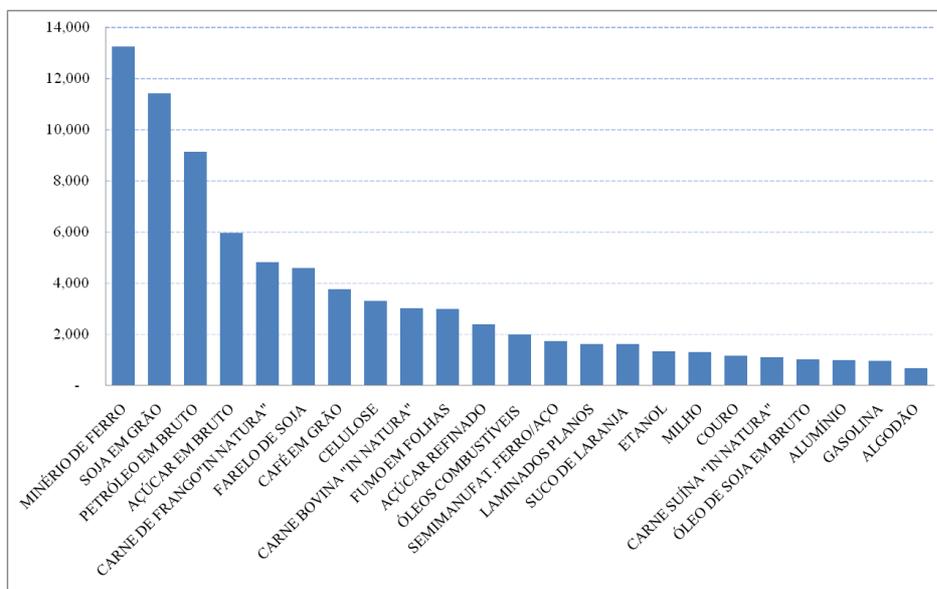
**Gráfico 12. Exportações brasileiras por fator agregado (2009, % do total)**



Fonte: Autor, com base em dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior.

Além disso, as exportações de commodities do Brasil não dependem de um produto específico e incluem combustíveis, minérios e produtos agrícolas, como mostra o Gráfico 13. As exportações agrícolas, ademais, não se esgotarão no futuro, como no caso dos minerais e petróleo, portanto não se aplica a lógica para a criação de um fundo que poupe os recursos para as gerações futuras.

**Gráfico 13. Exportações brasileiras de commodities (2009, US\$ milhões)**

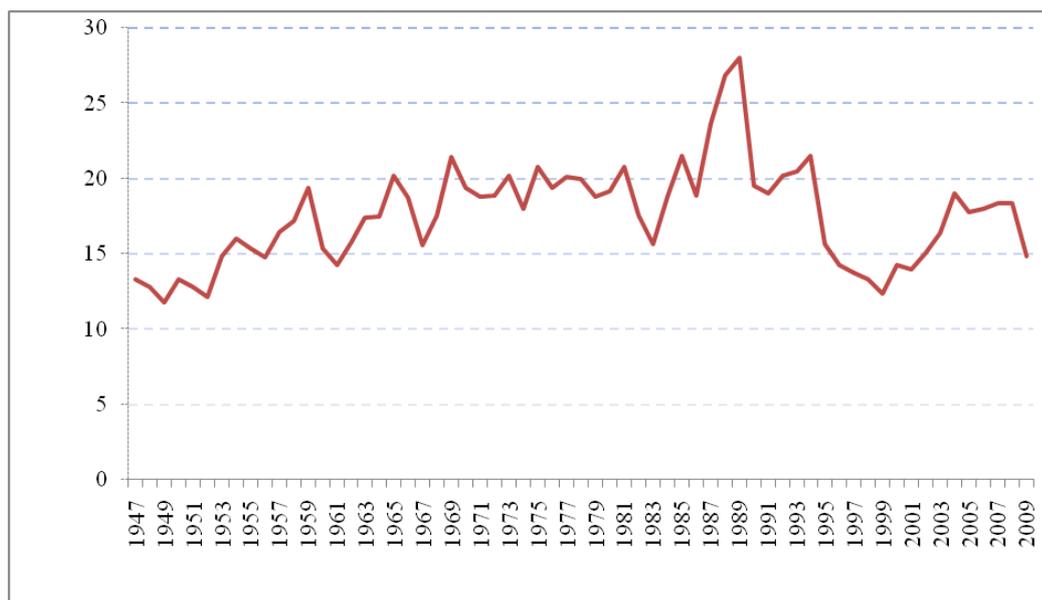


Fonte: Autor, com base em dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior.

O Brasil também não é caracterizado por ter alta poupança interna, como a maioria dos países que criaram fundos soberanos de investimentos. No final de 2009, a poupança bruta era de 15% da renda disponível bruta, mesmo patamar de 1960, como ilustra o Gráfico 14. Segundo Martin Wolf, o principal desafio para o Brasil se tornar um país desenvolvido é aumentar o nível de poupança interna: “O maior desafio econômico que o Brasil enfrenta é aumentar a taxa de poupança nacional, hoje abaixo dos 20% do Produto Interno Bruto, para acima de 30%....todos os países que mantiveram um rápido crescimento ao longo de uma geração e com isso levaram suas economias ao nível de país desenvolvido conseguiram poupar nesse nível alto”<sup>72</sup>.

<sup>72</sup> “Brasil precisa aumentar poupança interna para se desenvolver, diz colunista-chefe do FT”, *BBC Brasil*, 30 de setembro de 2010. Disponível em: [www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2010/09/100924\\_desenvolvimento\\_martin\\_wolf\\_rw.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2010/09/100924_desenvolvimento_martin_wolf_rw.shtml).

**Gráfico 14. Poupança bruta do Brasil (% renda disponível bruta)**



Fonte: IBGE. Participação da Poupança Bruta na Renda Disponível Bruta. Disponível em: <http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?vcodigo=SCN14>.

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

Mas pode-se questionar se o fundo é o melhor instrumento para perseguir tal objetivo. O BNDES, como lembrou Bello (2008), pode captar recursos no exterior e financiar diretamente os projetos de expansão das empresas brasileiras. Desde 2003, o banco apoia o investimento direto brasileiro no exterior, por meio de financiamento ou participação acionária<sup>73</sup>. Em agosto de 2009, abriu escritório em Montevideu, no Uruguai, com vistas a estruturar e facilitar negócios de interesse do Brasil na América do Sul, especialmente nos países membros do Mercosul. Em novembro de 2009, o BNDES abriu subsidiária em

<sup>73</sup> “Atuação internacional do BNDES”. Disponível em: [www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/O\\_BNDES/A\\_Empresa/internacional.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/internacional.html).

Londres, com o objetivo de aumentar a visibilidade do banco junto à comunidade financeira internacional e auxiliar os projetos das empresas brasileiras no exterior.

O FSB, na verdade, parece ter respondido a uma aspiração do Ministério da Fazenda de ter uma atuação no câmbio. Vale lembrar que, nos Estados Unidos, o Tesouro tem também responsabilidades sobre a administração do câmbio. Dentre os objetivos da Fazenda poderá estar a manutenção de taxas de câmbio mais desvalorizadas. O Ministro Guido Mantega afirmou que o mundo vive “guerra cambial” e que está disposto a combater a valorização do real<sup>74</sup>. A perspectiva do Ministério da Fazenda parece estar alinhada com a descrição do mundo feita por Dooley *et all* (2003), realçada no Capítulo 2. O Brasil deveria preocupar-se em manter a taxa de câmbio desvalorizada para promover o crescimento por meio das exportações e colocar-se junto ao “grupo asiático”, que se aproveita da vantagem competitiva do câmbio para fornecer produtos à Europa e Estados Unidos. A constituição do fundo soberano brasileiro surge, nesse contexto, como um instrumento para apoiar a visão do Ministério da Fazenda acerca do posicionamento internacional do Brasil, visão esta que difere da do Banco Central, responsável pela administração das enormes reservas brasileiras.

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

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

---

<sup>74</sup> “Mantega diz que o mundo vive guerra cambial e vai combater valorização do real”, *Folha de São Paulo*, 27/9/2010.

As razões para o fundo brasileiro, portanto, estão mais associadas à economia política e à dinâmica entre as autoridades responsáveis pela condução econômica do País do que aos fundamentos econômicos. O FSB poderia ser justificado pela teoria econômica pura, no entanto, caso tivesse sido criado com recursos das reservas internacionais do Brasil. Como no caso da Coréia do Sul, o FSB visaria a diminuir o custo de carregamento das reservas, ao aplicar parte delas em ativos mais rentáveis de longo prazo. Talvez a intenção do Ministério da Fazenda fosse essa, ao propor inicialmente a criação do fundo, mas não foi viabilizada pela diferença de opinião do Banco Central sobre o assunto<sup>75</sup>.

Como a análise do Capítulo 4 demonstrou, o FSB não pode ser comparado à maioria dos FSI existentes, que são baseados na justificativa de aplicação de longo prazo de poupanças externas originadas de superávits de conta corrente gerados por meio de exportações de manufaturas ou de um recurso natural, em países que contam com altos níveis de poupança interna. O FSB, no entanto, poderá tornar-se um FSI tradicional, caso a exploração das camadas de petróleo do pré-sal levem o Brasil a se transformar em um grande exportador do produto. Algumas projeções apontam para uma mudança estrutural significativa na pauta exportadora e nas características do parque industrial nacional. A próxima Seção utiliza dados de tais estudos para realizar simulações e sugerir o momento a partir do qual o fundo soberano brasileiro poderia ser classificado junto aos demais FSI existentes hoje.

## 5.2 Simulação da probabilidade estimada

No Capítulo 4, foram feitas análises estatísticas e econométricas baseadas nos indicadores econômicos dos países. Ficou claro que o caso brasileiro é particular. O País não conta com altos superávits de conta corrente nem tem suas exportações baseadas em apenas um recurso natural, como o petróleo. Além disso, o Brasil não é caracterizado por uma alta poupança interna, como os demais países que decidiram criar FSI.

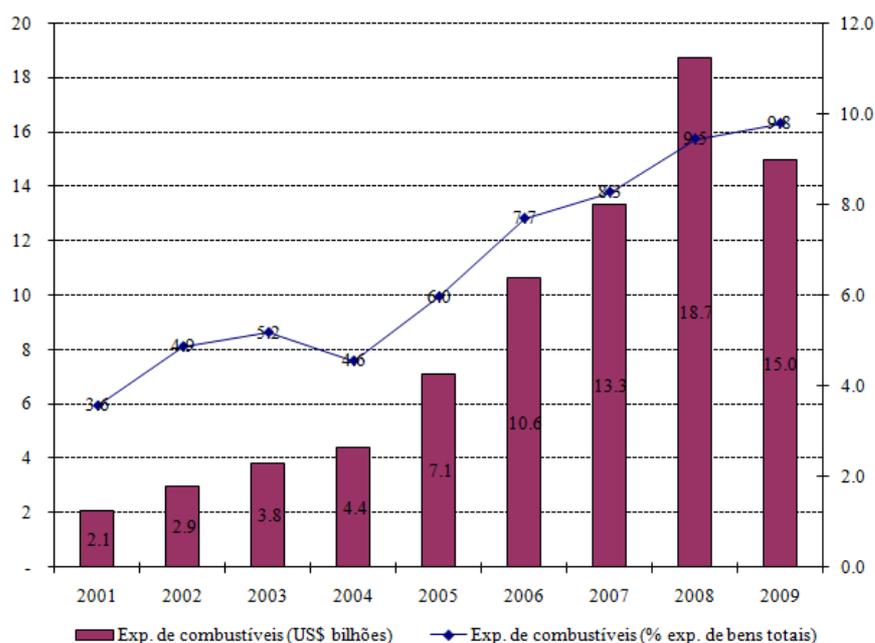
Na seção anterior, foi argumentado que o caso brasileiro aproxima-se mais de um fundo de desenvolvimento do que de um FSI tradicional e foi criado principalmente por motivos de política interna, sem justificativa clara nos fundamentos econômicos. Mas a situação pode mudar, caso a exploração do pré-sal transforme o País em um grande exportador de combustíveis.

---

<sup>75</sup> “BC lamenta ação de fundo no câmbio”, *Folha de São Paulo*, 14 de maio de 2008.

Ao longo da última década, as exportações brasileiras de combustível já vêm crescendo (vide Gráfico 15) e atingiram US\$ 18,7 bilhões em 2008, ou 9,5% das exportações totais, recuando para US\$ 15,0 bilhões, em 2009, ou 9,8% das exportações totais, por causa da crise financeira.

**Gráfico 15. Exportações de combustíveis do Brasil**



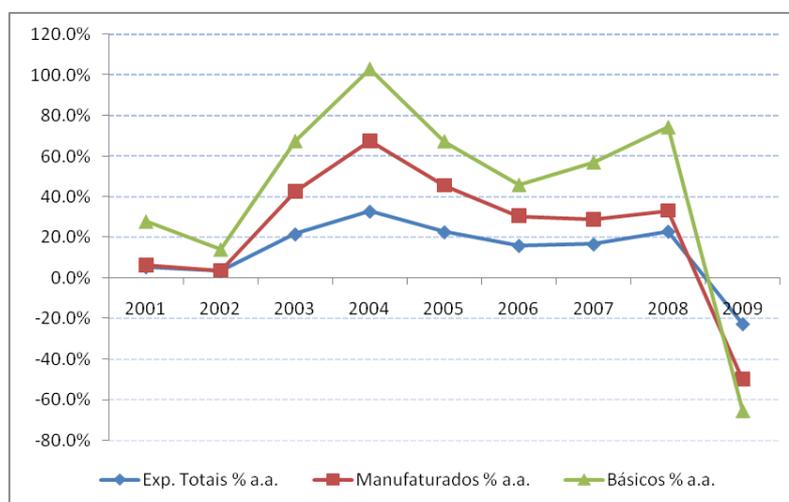
Fonte: Autor, com base em dados do Banco Mundial ("World Development Indicators"), para o período 2001-2008, e do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, para o ano de 2009.

Segundo projeções do BNDES, as exportações de petróleo do Brasil podem chegar a US\$ 108 bilhões em 2030, no cenário que leva em consideração o preço de US\$ 85 para o barril do produto<sup>76</sup>. Em cenários mais otimistas, com o barril a US\$ 143, as exportações de petróleo atingiriam US\$ 182 bilhões, o que representaria 5,6% do PIB da época, segundo o BNDES. As projeções consideram que a exploração comercial significativa do pré-sal começará em 2015, quando as exportações de petróleo são estimadas entre US\$ 11 bilhões e US\$ 16 bilhões. Os dados completos do estudo do BNDES não estão disponíveis, portanto esta dissertação utilizará apenas os números divulgados, que indicam o salto nas exportações petrolíferas, mas não especificam como se dará o crescimento nem quais serão os impactos nas contas nacionais do Brasil.

<sup>76</sup> "BNDES defende exploração gradual da camada pré-sal", *Folha de São Paulo*, 11 de setembro de 2008.

No exercício a ser realizado, será considerado um crescimento anual da ordem de 4% para o resto da pauta de exportações<sup>77</sup>. Deve-se notar, claro, que qualquer projeção para períodos tão longos faz parte apenas de um exercício teórico e dificilmente pode ser justificada por premissas mais detalhadas. O resto da pauta das exportações inclui as demais exportações básicas e as exportações de manufaturados, que, fora o ano de 2009, prejudicado pela crise financeira global, têm apresentado altos índices de crescimento nos últimos anos, conforme mostra o Gráfico 16. A projeção para as próximas duas décadas, no entanto, tem de levar em consideração um arrefecimento desse dinamismo.

**Gráfico 16. Crescimento anual das exportações do Brasil**



Fonte: Autor, com base em dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (“Conhecendo o Brasil em Números”, junho de 2010).

Admitindo-se o caso básico das projeções do BNDES, as exportações de combustível chegariam a 27,5% das exportações totais em 2030. Supondo o mesmo crescimento de 4% para as importações, chega-se a um superávit comercial de 4% do PIB em 2030. Para efeitos de simplificação, será admitido que os demais componentes das contas correntes (serviços, rendas e transferência unilaterais) permaneceriam constantes em termos reais. Com as hipóteses feitas, o balanço de conta corrente chegaria a 2,6% do PIB em 2030. A Tabela a seguir reflete a trajetória das exportações totais, das exportações de combustíveis e do superávit de conta corrente no período, considerando-se que o crescimento das exportações do petróleo do pré-sal seria constante durante o período 2015-2030.

<sup>77</sup> No relatório “Dreaming With BRICs: The Path to 2050”, publicado em 2003 pelo analista do Banco Goldman Sachs, Jim O’Neill, o crescimento do PIB do Brasil é estimado em cerca de 4%, no período de 2010 a 2030. Foi feita a hipótese de que as exportações do País, excetuando-se o petróleo, cresceriam na mesma proporção.

**Tabela 13. Projeções das exportações do petróleo do pré-sal: cenário básico**

	Exp. Petróleo e Gasolina	Exp. Combustíveis	Outras Exportações	Exp. Totais	Exp. Combustível / Exp. Totais	Imp. Totais	Balança comercial	Balanço de Conta Corrente	Balanço de Conta Corrente
	US\$ mm	US\$ bilhões	US\$ bilhões	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	US\$ bilhões	US\$ bilhões	% do PIB
2009	10.1	14.9	138.0	153.0	9.80%	127.7	25.3	-24.3	-1.54%
2010	10.5	15.5	143.6	159.1	9.77%	132.8	26.3	-23.3	-1.42%
2011	10.9	16.2	149.3	165.5	9.77%	138.1	27.4	-22.2	-1.30%
2012	11.4	16.8	155.3	172.1	9.77%	143.7	28.4	-21.1	-1.19%
2013	11.8	17.5	161.5	179.0	9.77%	149.4	29.6	-20.0	-1.08%
2014	12.3	18.2	168.0	186.1	9.77%	155.4	30.8	-18.8	-0.98%
2015	12.8	18.9	174.7	193.6	9.77%	161.6	32.0	-17.6	-0.88%
2016	19.2	25.5	181.7	207.2	12.31%	168.1	39.1	-10.5	-0.50%
2017	25.5	32.1	188.9	221.0	14.52%	174.8	46.3	-3.3	-0.15%
2018	31.8	38.7	196.5	235.2	16.46%	181.8	53.4	3.8	0.17%
2019	38.2	45.3	204.3	249.7	18.16%	189.0	60.6	11.1	0.47%
2020	44.5	52.0	212.5	264.5	19.65%	196.6	67.9	18.3	0.75%
2021	50.9	58.6	221.0	279.6	20.96%	204.5	75.2	25.6	1.01%
2022	57.2	65.3	229.9	295.1	22.11%	212.6	82.5	32.9	1.25%
2023	63.6	71.9	239.1	311.0	23.13%	221.1	89.8	40.3	1.47%
2024	69.9	78.6	248.6	327.2	24.02%	230.0	97.2	47.6	1.68%
2025	76.3	85.3	258.6	343.9	24.81%	239.2	104.7	55.1	1.86%
2026	82.6	92.0	268.9	360.9	25.49%	248.8	112.2	62.6	2.04%
2027	89.0	98.7	279.7	378.4	26.09%	258.7	119.7	70.1	2.19%
2028	95.3	105.5	290.8	396.3	26.61%	269.1	127.3	77.7	2.34%
2029	101.7	112.2	302.5	414.7	27.06%	279.8	134.9	85.3	2.47%
2030	108.0	119.0	314.6	433.6	27.45%	291.0	142.6	93.0	2.59%

Fonte: Autor.

O mesmo exercício foi feito com o cenário mais otimista do BNDES para as exportações de petróleo. Nesse caso, as exportações de combustível representariam 38% das exportações totais, em 2030, e o superávit de conta corrente chegaria a 4.7% do PIB no mesmo ano, como mostra a Tabela a seguir.

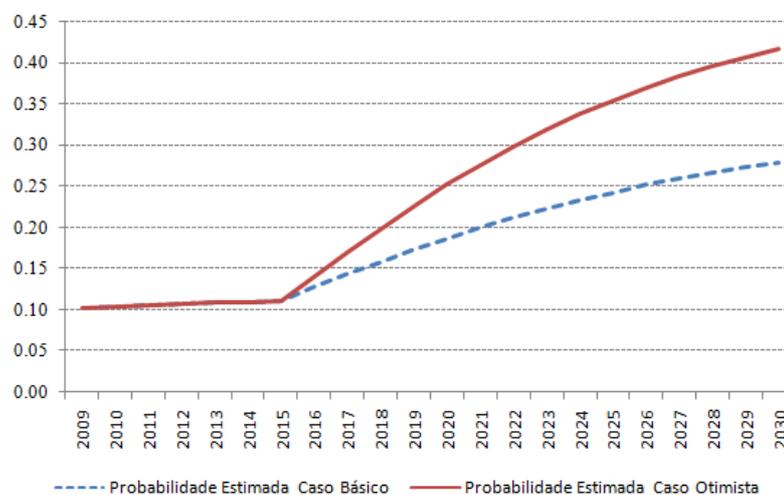
**Tabela 14. Projeções das exportações do petróleo do pré-sal: cenário otimista**

	Exp. Petróleo e Gasolina	Exp. Combustíveis	Outras Exportações	Exp. Totais	Exp. Combustível / Exp. Totais	Imp. Totais	Balança comercial	Balanco de Conta Corrente	Balanco de Conta Corrente
	US\$ mm	US\$ bilhões	US\$ bilhões	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	US\$ bilhões	US\$ bilhões	% do PIB
2009	10.1	14.9	138.0	153.0	9.80%	127.7	25.3	-24.3	-1.54%
2010	10.5	15.5	143.6	159.1	9.77%	132.8	26.3	-23.3	-1.42%
2011	10.9	16.2	149.3	165.5	9.77%	138.1	27.4	-22.2	-1.30%
2012	11.4	16.8	155.3	172.1	9.77%	143.7	28.4	-21.1	-1.19%
2013	11.8	17.5	161.5	179.0	9.77%	149.4	29.6	-20.0	-1.08%
2014	12.3	18.2	168.0	186.1	9.77%	155.4	30.8	-18.8	-0.98%
2015	12.8	18.9	174.7	193.6	9.77%	161.6	32.0	-17.6	-0.88%
2016	24.1	30.4	181.7	212.1	14.35%	168.1	44.0	-5.5	-0.27%
2017	35.4	42.0	188.9	230.9	18.18%	174.8	56.1	6.5	0.30%
2018	46.6	53.5	196.5	250.0	21.41%	181.8	68.2	18.6	0.83%
2019	57.9	65.1	204.3	269.4	24.15%	189.0	80.4	30.8	1.32%
2020	69.2	76.6	212.5	289.2	26.50%	196.6	92.6	43.0	1.77%
2021	80.5	88.2	221.0	309.2	28.53%	204.5	104.8	55.2	2.19%
2022	91.8	99.8	229.9	329.7	30.27%	212.6	117.0	67.4	2.57%
2023	103.0	111.4	239.1	350.5	31.79%	221.1	129.3	79.7	2.92%
2024	114.3	123.0	248.6	371.6	33.10%	230.0	141.6	92.0	3.24%
2025	125.6	134.6	258.6	393.2	34.24%	239.2	154.0	104.4	3.53%
2026	136.9	146.3	268.9	415.2	35.23%	248.8	166.4	116.8	3.80%
2027	148.2	157.9	279.7	437.6	36.09%	258.7	178.9	129.3	4.05%
2028	159.4	169.6	290.8	460.5	36.83%	269.1	191.4	141.8	4.27%
2029	170.7	181.3	302.5	483.8	37.48%	279.8	204.0	154.4	4.47%
2030	182.0	193.0	314.6	507.6	38.02%	291.0	216.6	167.0	4.65%

Fonte: Autor.

A Regressão 1, realizada no Capítulo 4, resultou numa probabilidade estimada de 0,12 para o Brasil ter um FSI. Utilizando-se os parâmetros da mesma regressão, foram feitas simulações sobre a evolução da probabilidade estimada. Foi admitido que as exportações de minérios e metais continuariam constantes em relação ao PIB no período. Os resultados estão no Gráfico a seguir.

**Gráfico 17. Simulações da probabilidade estimada**



Fonte: Autor.

A probabilidade estimada atingiria 0,28, em 2030, no caso básico, e 0,42, no caso otimista, segundo as simulações realizadas. O salto começa em 2015, primeiro ano da exploração comercial do pré-sal. As exportações de petróleo passariam, ao longo dos anos seguintes, a representar parte significativa das exportações brasileiras e impactar positivamente o balanço de conta corrente do País. As mudanças levariam o Brasil a ter indicadores econômicos similares aos dos países que hoje têm FSI, o que, no modelo probit utilizado, resulta em maiores valores da probabilidade estimada.

Os resultados da análise não apontam o exato momento em que o FSB passaria a ser justificado pelos fundamentos econômicos, mas indicam que o Brasil ainda teria de esperar mais de uma década para ter característica macroeconômicas mais parecidas com a dos países que hoje possuem fundos soberanos de investimentos.

## 6. Conclusão

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

O receio baseia-se na situação de desequilíbrios macroeconômicos globais e no potencial dos FSI, que já somam cerca de US\$ 3 trilhões em ativos e podem crescer muito nos próximos anos. O acúmulo das reservas internacionais, que atingiram 9,4 trilhões em 2009, reflete o aprofundamento dos desequilíbrios globais, com superávits de conta corrente dos países em desenvolvimento, principalmente a China, financiando crescentes déficits nos países desenvolvidos, notoriamente os Estados Unidos. Em 2009, os países desenvolvidos tiveram déficit de conta corrente de US\$ 147 bilhões e os em desenvolvimento superávit de US\$ 322 bilhões. Entre 2001 e 2009, as reservas internacionais totais quadruplicaram, e os países membros dos BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China) foram responsáveis por quase metade (44%) desse aumento.

As reservas internacionais são administradas de forma conservadora pelos bancos centrais, em investimentos líquidos e seguros. A possibilidade de que parte delas seja alocada em investimentos mais agressivos, podendo envolver inclusive a compra do controle das empresas, assustou os governos desenvolvidos, fragilizados pela crise financeira internacional. Apesar de terem promovido a liberalização dos investimentos nos países em desenvolvimento, os países desenvolvidos demonstraram menos flexibilidade quando confrontados com a possibilidade de desnacionalização de indústrias-chaves de suas economias. A incongruência à parte, o fato é que, para não enfrentar resistências, os investimentos dos FSI precisam ser feitos de maneira passiva e muitos já se comprometeram a não almejar o controle ou objetivos que não sejam a maximização do retorno de seus portfólios.

A maioria dos FSI não atua de forma estratégica. São instrumentos utilizados para acumular recursos de países que são grandes exportadores de um recurso natural (principalmente o petróleo), como os Emirados Árabes Unidos e a Noruega, ou manufaturas, como a China e a Coreia do Sul. O primeiro fundo soberano de investimentos foi criado pelo governo do Kuwait, em 1953, com o objetivo de reduzir a dependência do emirado de uma só commodity não renovável. Os recursos da extração do petróleo seriam investidos no mercado financeiro, com vistas a garantir, pelo menos em parte, a renda das gerações futuras. Desde então, novos países criaram FSI e os objetivos se ampliaram, mas a administração dos ativos é caracterizada por um relativo conservadorismo. As aplicações são de mais longo prazo, se comparadas às dos bancos centrais, mas a grande maioria dos investimentos dos FSI é passiva, sem controle acionário, visando a retornos maiores do que os dos títulos do governo norte-americano.

Os países que decidiram criar fundos soberanos de investimentos são caracterizados pela exportação de combustíveis e minérios, sustentados superávits de conta corrente e altos níveis de poupança interna, conforme comprovado pelas análises estatísticas e econométricas do Capítulo 4 desta dissertação. Os fundos soberanos são utilizados para acumular parte dos superávits de conta corrente e evitar a apreciação demasiada da taxa de câmbio, em países caracterizados por altos índices de poupança interna. Dos 33 países que possuem fundos soberanos de investimentos, apenas 6 apresentam déficits de conta corrente. Os dez países com os maiores FSI, que representam 89% do volume de recursos em tal tipo de instrumento financeiro, possuem em média 21% de superávit de conta corrente. O predomínio dos Estados exportadores de recursos naturais esgotáveis é demonstrado pelos dados referentes às exportações de combustíveis, que representam, em média, metade (52%) das exportações totais dos países que possuem FSI. Dos 33 países, 26 são importantes exportadores de combustíveis ou minérios e metais. Os países que constituíram fundos soberanos de investimentos, ademais, apresentam poupança interna média de 40% do PIB.

Nesse contexto, conforme analisado no Capítulo 5, o caso do Brasil se sobressai. O Brasil não tem conseguido sustentar superávits de conta corrente, ao contrário dos demais possuidores de FSI. Nos últimos dois anos (2008 e 2009), o País teve déficit de conta corrente, influenciado pela valorização da taxa de câmbio e aumento das importações. Além disso, o Brasil não é caracterizado pela dependência da exportação de uma só commodity, como o petróleo ou o cobre. As exportações brasileiras são diversificadas, com produtos manufaturados respondendo por 44% da pauta. As exportações de commodities do Brasil não dependem de um produto específico e incluem combustíveis, minérios e produtos agrícolas.

As exportações agrícolas, ademais, não se esgotarão no futuro, como no caso dos minerais e petróleo, portanto não se aplica a lógica para a criação de um fundo que poupe os recursos para as gerações futuras. O Brasil também não é caracterizado por ter alta poupança interna. No final de 2009, a poupança bruta era de apenas 15% da renda disponível bruta. O Brasil, portanto, não possui fundamentos econômicos semelhantes aos dos países que decidiram criar FSI.

A criação do Fundo Soberano Brasileiro parece ter sido motivada pela variedade de objetivos que podem ser perseguidos pelos fundos soberanos e a adoção deste tipo de instrumento financeiro por importantes países em desenvolvimento, como China, Rússia e Coreia do Sul. Dentre os objetivos declarados do FSB, está apoiar projetos de interesse estratégico do País. A perspectiva do Brasil em relação aos fundos soberanos assemelha-se mais à dos países desenvolvidos, que temem o uso político dos fundos, do que com a dos países em desenvolvimento, que utilizam os FSI, principalmente, para perseguir objetivos econômicos, como a diversificação do portfólio de ativos das suas reservas e a otimização intertemporal do consumo. Por causa do objetivo declarado de apoiar projetos estratégicos e empresas domésticas, o Fundo brasileiro já foi apontado por Truman (2008b), em depoimento ao Congresso norte-americano, como um dos fundos que levantam preocupações com relação a conflitos de interesses. Pode-se questionar, ademais, se o fundo é o melhor instrumento para apoiar a internacionalização das empresas brasileiras. O BNDES, desde 2003, apoia diretamente o investimento direto brasileiro no exterior, por meio de financiamento ou participação acionária.

Outro motivo que pode ter influenciado a decisão do Ministério da Fazenda em propor a criação do FSB relaciona-se com o desejo de ter algum tipo de atuação na administração da taxa de câmbio. A perspectiva do Ministério em relação à inserção internacional do Brasil difere da do Banco Central, que, apesar da intensa atuação no mercado cambial, não conseguiu impedir a valorização da moeda brasileira, considerada excessiva por muitos analistas. O Ministério da Fazenda, com o FSB, terá mais uma maneira de conter tal valorização, além dos demais mecanismos que geralmente utiliza, como a taxação do capital estrangeiro. Com vistas a atenuar a apreciação do câmbio, a alternativa à criação do FSB poderia ser uma atuação mais ativa do Banco Central, bem como a possibilidade de introduzir formas de controles ou tributação do capital estrangeiro. Uma política fiscal mais restritiva, que ajudasse na queda dos juros reais brasileiros, também teria impacto cambial. O debate continua no Brasil sobre a questão do câmbio, mas o fundo soberano, até o momento, não se revelou instrumento eficaz para se lidar com a questão.

O outro objetivo do FSB, segundo o decreto de sua criação, é o de formar poupança pública. O Brasil, como foi dito, é caracterizado por baixos níveis relativos de poupança interna. O aumento da poupança pública poderia ajudar a mudar a situação. Mas, de novo, a questão é avaliar se o FSB é o melhor instrumento disponível para que o Governo brasileiro persiga este objetivo. Vale notar que a constituição do fundo em si não ajuda a poupança pública, servindo apenas como um instrumento para utilizar os recursos poupados. Deve-se avaliar, também, as alternativas existentes para o uso dos recursos que eventualmente sejam poupados. A diminuição da dívida existente seria uma alternativa à criação do fundo que teria impacto positivo nas taxas de juros. Outra opção seria a criação de fundos setoriais, destinados a, por exemplo, investimentos em infra-estrutura.

As razões para o fundo brasileiro, portanto, estão mais associadas à economia política e à dinâmica entre as autoridades responsáveis pela condução econômica do País do que aos fundamentos macroeconômicos. O FSB poderia ser justificado pela teoria econômica pura, caso tivesse sido criado com recursos das reservas internacionais do Brasil. Como no caso da Coreia do Sul, o FSB visaria a diminuir o custo de carregamento das reservas, ao aplicar parte delas em ativos mais rentáveis de longo prazo. A intenção do Ministério da Fazenda pode ter sido essa, ao propor inicialmente a criação do fundo, mas não foi viabilizada pela diferença de opinião do Banco Central sobre o assunto.

O fundo brasileiro poderá tornar-se um fundo soberano tradicional, se for utilizado, no futuro, para acumular os recursos das exportações brasileiras de petróleo do pré-sal. Caso as hipóteses atuais sejam efetivadas, o Brasil tornar-se-á um importante produtor e exportador do produto e passará a registrar superávits de conta corrente, conforme exercício de projeção realizado no Capítulo 5. O Brasil se aproximaria, em termos macroeconômicos, dos países que contam hoje com FSI. A mudança, no entanto, não aconteceria no curto prazo.

## Bibliografia

- ADLER, E., J. KAVANAGH e A. UGRYUMOV (2010) “State Aid to Banks in the Financial Crisis: The Past and the Future”, *Journal of European Competition Law & Practice*, 1 (1).
- AGUION, P., P. BACCHETTA, R. RANCIÈRE e K. ROGOFF (2009) “Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development”. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56, 4, maio, pp. 494-513.
- AIZENMAN, J. e R. GLICK (2007) Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?”, *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 38, novembro.
- \_\_\_\_\_ (2009) Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about their Determinants and Governance, *International Finance*, 12:3, pp. 351-386.
- AIZENMAN, J. e J. LEE (2007) International Reserves: Precautionary Versus Mercantilist Views, Theory and Evidence. *Open Econ Rev*, 18: 191-214, 1 de maio.
- AIZENMAN, J. e D. RIERA-CRICHTON (2006) Real Exchange Rate and International Reserves, *NBER Working Paper*, No. 12363.
- ALBEROLA, E. e J.M. SERENA (2008) Reserves, Sovereign Wealth Funds and the Resilience of Global Imbalances, *Economic Notes*, vol. 37, no.3, pp. 315-343, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA.
- AVENDAÑO, R. E J. SANTISO (2009) Are Sovereign Wealth Funds’ Investments Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds, *Working Paper No. 283*, OECD Development Centre, dezembro.
- BALDING, C. (2008) A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds, Mimeo University of California, Irvine. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1335556>.
- BELLO, T.S. (2008) Um Fundo Soberano Brasileiro: é o momento?, *Textos para Discussão FEE*, n.25, Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser, Secretaria do Planejamento e Gestão. Rio Grande do Sul, janeiro.
- BELLONE, F. (2008) The role of domestic savings in outward-oriented growth strategies. *Journal of Evolutionary Economics*. 18:183-199.
- BLUNDELL-WIGNALL, A., Y. HU e J. YERMO (2008) Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, N. 14, OECD Publishing.

- BREMMER, I. (2010) *The End of the Free Market: Who Wins the War Between States and Corporations?*, Nova York: Portfolio.
- CAI, C. e I. CLACHER (2009) Chinese Investment Goes Global: the China Investment Corporation, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol.17, No.1, pp.9-15, Emerald Group Publishing Limited. Disponível em: [www.emeraldinsight.com/1358-1988.htm](http://www.emeraldinsight.com/1358-1988.htm).
- CAPARICA, R.F.C. (2010) *O Papel dos Fundos Soberanos na Economia Mundial*. Fundação Getúlio Vargas. Dissertação apresentada ao Mestrado em Finanças e Economia Empresarial. Rio de Janeiro, abril.
- CHHAOCHHARIA, V. e L. LAEVEN (2008) Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance, 31 de agosto. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1262383>.
- COHEN, B.J. (2009) Sovereign Wealth Funds and National Security: the Great Tradeoff, *International Affairs*, 85:4, pp. 713-731.
- COUTURIER, J., D. SOLA e P. STONHAM (2009) Are sovereign wealth funds white knights?, *Qualitative Research in Financial Markets*, V. 1, No. 3, Emerald Group Publishing Limited. Disponível em: [www.emeraldinsight.com/1755-4179.htm](http://www.emeraldinsight.com/1755-4179.htm).
- CRUZ, M. e B. WALTERS (2008) Is the accumulation of international reserves good for development? *Cambridge Journal of Economics*, 32, 665-681.
- DAS, D.K. (2008) Sovereign-wealth funds: a new role for the emerging market economies in the world of global finance, *International Journal of Development Issues*, Vol.7, No. 2, pp. 80-96, Emerald Group Publishing Limited. Disponível em: [www.emeraldinsight.com/1446-8956.htm](http://www.emeraldinsight.com/1446-8956.htm).
- DOOLEY, M.P., D. FOLKERTS-LANDAU e P. GARBER (2003) An essay on the revived Bretton Woods System. *NBER Working Paper Series*, No 9971. Setembro.
- DOOLEY, M.P. e P. GARBER (2005) Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 147-209.
- DORIYE, E. (2010) The Next Stage of Sovereign Wealth Investment: China Buys Africa, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol.18, No.1, pp.23-31. Emerald Group Publishing Limited. Disponível em: [www.emeraldinsight.com/1358-1988.htm](http://www.emeraldinsight.com/1358-1988.htm).
- DRUCKER, P. (1986) The Changed World Economy, *Foreign Affairs*, v. 64, n. 4.
- EICHENGREEN, B. (2004) Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. *Économie internationale*, n° 100, p.39-50.
- FED (2008) “Database of Federal Reserve of the USA”. Disponível em: [http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Monthly/H15\\_TCMNOM\\_Y10.txt](http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data/Monthly/H15_TCMNOM_Y10.txt).

- FELDSTEIN, M. (1999) A Self-Help Guide for Emerging Markets. *Foreign Affairs*, março/abril.
- FERNANDEZ, D.G. e B. ESCHWEILER (2008) Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer, JPMorgan Research, Maio.
- FLOOD, R. e N.P. MARION (2001) Holding international reserves in an era of high capital mobility. In: Collins, S.M. e D. Rodrik (eds) *Brookings trade forum*. Brookings Institution Press, Washington, DC.
- FMI (2008a) Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda. Washington, 29 de fevereiro. Disponível em: [www.imf.org](http://www.imf.org).
- \_\_\_\_\_ (2008b), *World Economic Outlook*, outubro, Washington, DC.
- \_\_\_\_\_ (2009) “World Economic Outlook: Sustaining the Recovery”, Washington, DC: outubro.
- FREITAS, P.S. (2009) Rendas do Petróleo, Questão Federativa e Instituição de Fundo Soberano, *Textos para Discussão 53*, Consultoria do Senado Federal, Centro de Estudos. Brasília, fevereiro.
- GIEVE, J. (2008) Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances, discurso proferido na Conferência “Sovereign Wealth Management”, Londres, 14 de março.
- GRIFFITH-JONES, S. e J.A. OCAMPO (2008) Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective. Artigo preparado para o seminário Fundos Soberanos de Investimentos organizado pela Corporação Andina de Fomento. Londres, 18 de fevereiro.
- ING Bank (2009) Financial Markets Outlook. Amsterdã, 12 de novembro.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (2008) Sovereign wealth funds: generally accepted principles and practices – Santiago Principles, Washington DC, outubro.
- JEN, S. (2007a) Sovereign Wealth Funds: What they are and what’s happening, In: *World Economics*, Vol.8, N. 4, outubro-dezembro.
- \_\_\_\_\_ (2007b) The Definition of a Sovereign Wealth Fund, Morgan Stanley Research Global, outubro.
- KERN, S. (2007) Sovereign wealth funds – state investments on the rise, Deutsche Bank Research, setembro.
- KIMMITT, R.M. (2008) “Public footprints in private markets: sovereign wealth funds and the world economy”, *Foreign Affairs*, 87:1, jan-fev.
- LIMA, I.M.K.D. (2009) *A Nova Estrutura Geoeconômica Internacional e a Recente Proliferação dos Fundos Soberanos de Riqueza*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Faculdade de Ciências Econômicas. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia. Porto Alegre.

LOAYZA, N., K. SCHMIDT-HEBBEL e L. SERVÉN (2000) Saving in Developing Countries: An Overview. *The World Bank Economic Review*, Vol. 14, No. 3: 393-414.

LUCAS, R.E. (1990) Why Capital Doesn't Flow From Rich to Poor Countries? *The American Economic Review*, 80(2).

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

NG, W. (2010) The Evolution of Sovereign Wealth Funds: Singapore's Temasek Holdings, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 18, No. 1, pp. 6-14, Emerald Group Publishing Limited. Disponível em: [www.emeraldinsight.com/1358-1988.htm](http://www.emeraldinsight.com/1358-1988.htm).

OCDE (2008) *Sovereign wealth funds and recipient country policies*, Paris, 4 de abril.

O'NEILL, J., E.F. NIELSEN e S. BAHAJ (2008) In Defense of Sovereign Wealth Funds, *Global Economics Paper No: 167*, Goldman Sachs, 21 de maio.

RHEE, C. (2007) The Creation of the Korea Investment Corporation: Is a National Asset Management Agency Desirable? Disponível em: <http://plaza.snu.ac.kr/~rhee5/korea/KIC.pdf>.

RODRIK, D. (2000) Savings Transitions. *The World Bank Economic Review*, Vol. 14, No. 3: 481-507.

\_\_\_\_\_. (2006) The Social Cost of Foreign Exchange Reserves, *International Economic Journal*, Vol. 20, No. 3, setembro.

ROMER, P.M. (1986) Increasing Returns and Long-run Growth. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 94(5), pp. 1002-1037.

SANTISO, J. (2008) Sovereign Development Funds: Key Financial Actors of the Shifting Wealth of Nations, *OECD Emerging Markets Network Working Paper*, OECD Development Centre, outubro.

SIAS, R. (2008) O Fundo Soberano Brasileiro e suas Implicações para a Política Econômica, *Revista do BNDES*, v.15, n.30, pp.93-127. Rio de Janeiro, dezembro.

SOLOW, R.M. (1956) A Contribution to the Theory of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*. 70: 65-94.

STIGLITZ, J. (1996) Financial market, public policy and the East Asian miracle. *The World Bank Research Observer*, vol. 11, no 2: 249-276.

SUMMERS, L.H. (2007a) "Funds that Shake Capitalist Logic", *Financial Times*, 30 de julho.

\_\_\_\_\_. (2007b) Opportunities in an era of large and growing official wealth. In: *Sovereign Wealth Management*. Central Bank Publications. Londres.

TRUMAN, E. M. (2008a) A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices, *Policy Briefs in International Economics*, abril. Washington: Peterson Institute for International Economics.

\_\_\_\_\_ (2008b) The Rise of Sovereign Wealth Funds: Impacts on US Foreign Policy and Economic Interests, Testemunho diante do Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, Washington, 21 de maio.

WEHRFRITZ, G. (2006) “State capitalists: Governments are getting back into the business of business”, *Newsweek*, 1 de maio.

WOOLDRIDGE, J. M. (2007) *Introdução à Econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Thomson Learning.

WU, F. e A. SEAH (2008) Would China’s Sovereign Wealth Fund Be a Menace to the USA?, *China & World Economy*, Vol.16, No.4, pp.33-47.

XINHUA AGENCY (2006) “World Bank: The returns on investment of foreign enterprises in China reached 22 percent”. Disponível em: [http://news.xinhuanet.com/fortune/2006-11/11/content\\_5317841.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2006-11/11/content_5317841.htm).

ZHANG, M. e F. HE (2009) China’s Sovereign Wealth Fund: Weakness and Challenges, *China & World Economy*, Vol.17, No.1, pp.101-116.

Anexo

Banco Mundial: “World Development Indicators” (média 2004-2008)

País	Balanco de conta corrente (% PIB)	Exp. combustíveis (% total exp.)	Exp. Minérios e Metais (% total exp.)	PIB per capita (2000 US\$)	Reservas total (% PIB)	Poupança interna bruta (% PIB)
Afghanistan	(2.55)					(13.93)
Albania	(8.27)	10.85	22.74	1,624.40	18.98	1.95
Algeria	20.25	97.67	0.50	2,127.70	70.99	55.04
Andorra		0.00	2.25	20,923.00		
Angola	13.77			1,050.64	15.27	38.89
Antigua and Barbuda	(25.33)	0.72	1.06	10,850.82	13.48	44.73
Argentina	2.25	13.69	3.67	8,707.19	14.97	27.61
Armenia	(4.27)	1.80	24.09	1,257.23	15.12	15.95
Aruba			0.10	19,220.01	18.25	
Australia	(5.47)	26.46	23.33	23,552.55	5.34	25.20
Austria	2.70	3.83	3.16	25,908.95	4.21	27.58
Azerbaijan	10.36	84.41	1.24	1,555.78	12.03	53.86
Bahamas, The	(12.83)	0.03	8.15	17,604.42	8.32	20.98
Bahrain	11.08	77.53	14.49	15,462.80	19.86	50.02
Bangladesh	0.78	0.75	0.23	421.85	6.33	17.69
Barbados	(9.88)	11.53	1.70	9,866.05	21.05	16.01
Belarus	(4.61)	34.35	0.58	2,075.74	5.22	27.27
Belgium	1.54	7.12	3.18	24,466.95	3.43	24.63
Belize	(8.89)	17.00	0.01	3,708.14	8.21	14.64
Benin	(6.60)	0.22	0.37	351.65	18.22	6.49
Bermuda				66,558.68		
Bhutan	(8.23)	39.93	4.84	1,045.12	60.08	38.17
Bolivia	9.14	47.84	22.37	1,119.81	29.60	21.02
Bosnia and Herzegovina	(14.05)	8.40	15.14	1,923.18	24.75	(14.11)
Botswana	11.24	0.16	16.47	4,368.72	67.51	46.67
Brazil	0.60	7.20	10.43	4,136.54	9.56	19.77
Brunei Darussalam	53.30	94.81	0.06	18,261.37	6.15	52.59
Bulgaria	(17.70)	12.10	16.26	2,264.60	37.46	13.32
Burkina Faso	(10.33)	0.03	0.12	257.19	11.53	3.53
Burundi	(10.42)	1.57	4.47	109.31	15.57	(14.48)
Cambodia	(3.72)	0.00	0.01	445.55	21.82	11.01
Cameroon	(1.13)	51.19	4.80	687.09	9.66	18.35
Canada	1.42	22.45	7.40	25,764.41	2.99	25.01
Cape Verde	(8.80)		0.09	1,467.94	18.34	4.47
Central African Republic	(5.56)	0.16	26.54	226.83	8.75	0.40
Chad	(9.67)			284.33	9.95	27.22
Channel Islands				42,350.25		
Chile	2.23	1.68	60.03	5,852.52	13.63	31.87
China	8.14	2.07	1.93	1,632.74	40.25	50.50
Colombia	(1.92)	40.59	1.92	2,784.27	10.31	19.12
Comoros	(7.23)	0.00	0.21	377.95	24.16	(11.40)
Congo, Dem. Rep.	(6.46)			91.05	1.95	5.33
Congo, Rep.	(2.67)			1,158.83	20.69	47.49
Costa Rica	(5.84)	0.52	1.35	4,791.28	12.85	19.07
Cote d'Ivoire	1.26	30.69	0.33	536.02	10.34	17.85
Croatia	(6.77)	13.16	4.09	6,296.10	21.36	20.85
Cuba		0.65	34.06			
Cyprus	(9.44)	0.22	10.13	14,796.68	23.74	16.18
Czech Republic	(3.07)	2.76	1.88	7,017.88	21.79	29.70
Denmark	2.81	10.15	1.53	31,923.22	12.88	25.18
Djibouti	(14.18)			812.56	15.75	9.71
Dominica	(23.77)		8.85	4,071.85	17.00	6.67
Dominican Republic	(3.09)	8.00	2.21	3,230.52	5.25	10.07
Ecuador	1.82	58.66	0.58	1,628.16	6.18	24.40
Egypt, Arab Rep.	2.33	49.47	3.64	1,627.52	22.77	16.30
El Salvador	(5.08)	2.46	1.70	2,519.35	11.43	(4.00)
Equatorial Guinea	(1.33)			7,360.49	26.01	81.68
Eritrea	(3.10)	0.02	2.39	155.68	3.18	(28.89)
Estonia	(13.07)	10.26	3.12	6,592.64	15.58	26.94

<b>País</b>	<b>Balço de conta corrente (% PIB)</b>	<b>Exp. combustíveis (% total exp.)</b>	<b>Exp. Minérios e Metais (% total exp.)</b>	<b>PIB per capita (2000 US\$)</b>	<b>Reservas total (% PIB)</b>	<b>Poupança interna bruta (% PIB)</b>
Ethiopia	(5.89)	0.01	1.26	162.69	7.84	3.51
Faeroe Islands		1.95	0.23			
Fiji	(14.56)	0.05	0.84	2,263.14	17.64	(1.96)
Finland	4.39	5.31	4.28	27,305.21	4.54	25.83
France	(0.72)	4.03	2.52	23,253.65	3.92	19.79
French Polynesia		0.03	0.15			
Gabon	17.88	69.45	4.42	4,069.31	9.96	56.63
Gambia, The	(14.08)	0.45	3.46	352.23	20.45	7.38
Georgia	(15.08)	3.49	21.59	1,086.39	10.39	8.75
Germany	6.11	2.29	2.92	24,466.49	3.78	23.72
Ghana	(10.57)	2.22	4.33	302.99	16.97	5.24
Greece	(10.71)	10.50	8.89	14,448.89	1.06	12.22
Greenland		0.02	6.98	19,653.49		
Grenada	(31.08)	0.13	0.10	4,590.22	19.07	1.49
Guatemala	(4.85)	6.97	2.06	1,821.23	13.32	3.94
Guinea	(5.14)	0.56	70.07	401.95	6.09	14.09
Guinea-Bissau	1.50	0.81	0.24	141.91	27.30	6.85
Guyana	(10.85)	0.00	14.45	1,028.65	30.11	10.25
Haiti	(1.04)			382.77	5.26	1.05
Honduras	(7.27)	1.36	7.07	1,347.78	22.20	6.48
Hong Kong SAR, China	11.77	1.84	4.45	31,970.29	74.61	31.96
Hungary	(7.41)	2.53	1.78	5,996.47	18.17	23.61
Iceland	(16.72)	1.44	25.75	36,505.02	12.63	17.96
India	(1.10)	13.35	6.83	635.03	20.19	32.93
Indonesia	1.23	27.02	8.71	994.05	12.25	29.34
Iran, Islamic Rep.	7.54	78.63	1.30	1,948.16		40.49
Iraq	13.21	85.12	0.01	738.37	50.65	
Ireland	(3.64)	0.72	0.70	30,954.69	0.62	38.70
Isle of Man				26,211.58		
Israel	2.69	0.25	1.26	20,679.32	20.07	18.25
Italy	(2.21)	3.58	1.80	19,736.14	4.09	21.03
Jamaica	(12.05)	11.39	9.22	3,789.07	16.75	9.06
Japan	3.86	1.16	2.18	39,630.79	20.13	25.04
Jordan	(11.49)	0.58	11.83	2,247.87	45.32	(6.26)
Kazakhstan	(1.37)	68.24	13.46	2,134.59	17.84	43.26
Kenya	(2.84)	6.57	3.20	436.77	10.33	8.29
Kirbati	(6.82)	0.02	1.61	827.37		
Korea, Dem. Rep.						
Korea, Rep.	1.24	5.20	1.97	14,435.73	24.87	31.72
Kosovo	(9.45)				18.14	(13.76)
Kuwait	41.66	94.67	0.16	21,503.15	14.34	53.68
Kyrgyz Republic	(0.71)	16.23	5.44	340.09	26.88	(8.69)
Lao PDR	(16.06)			426.05	13.50	21.24
Latvia	(16.65)	5.17	3.69	5,522.33	17.51	19.51
Lebanon	(10.50)	0.34	10.26	5,296.76	82.60	1.41
Lesotho	2.87	0.03	0.07	480.15	45.39	(26.72)
Liberia	(34.87)			138.88	11.19	(59.39)
Libya	37.24			7,205.63	101.54	57.80
Liechtenstein				74,146.48		
Lithuania	(10.38)	22.69	1.78	5,288.04	16.66	16.29
Luxembourg	9.63	0.71	6.12	53,535.39	0.70	49.53
Macao SAR, China		0.00	2.56	26,489.24	60.27	66.97
Macedonia, FYR	(6.43)	6.48	3.75	1,985.13	24.38	2.99
Madagascar	(12.35)	3.78	3.31	254.47	10.72	10.35
Malawi	(9.17)	0.10	0.13	142.98	5.53	9.30
Malaysia	15.35	14.27	1.41	4,804.40	50.69	42.82
Maldives	(35.62)		1.20	3,069.61	24.85	41.07
Mali	(7.39)	2.50	0.39	283.09	15.69	12.23
Malta	(7.12)	2.02	0.40	10,118.51	48.92	15.77
Marshall Islands				2,267.66		

<b>País</b>	<b>Balço de conta corrente (% PIB)</b>	<b>Exp. combustíveis (% total exp.)</b>	<b>Exp. Minérios e Metais (% total exp.)</b>	<b>PIB per capita (2000 US\$)</b>	<b>Reservas total (% PIB)</b>	<b>Poupança interna bruta (% PIB)</b>
Mauritania	(23.43)	23.71	60.33	449.67	4.79	2.88
Mauntius	(6.48)	0.08	0.67	4,483.35	22.22	16.61
Mayotte		0.62	0.28			
Mexico	(0.79)	15.20	2.26	6,352.24	8.51	23.61
Micronesia, Fed. Sts.				2,085.15	19.55	
Moldova	(10.47)	0.53	5.46	527.58	23.76	(10.79)
Mongolia	0.47	5.66	58.32	636.53	23.73	32.13
Montenegro	(26.33)			2,006.51	11.75	0.84
Morocco	0.06	1.91	8.74	1,603.10	29.43	23.49
Mozambique	(10.90)	13.68	60.45	324.97	18.01	7.30
Myanmar	2.26					11.22
Namibia	7.48	0.47	24.87	2,587.42	7.99	17.22
Nepal	1.81	0.00	4.29	242.63	19.52	10.67
Netherlands	7.51	8.17	2.52	26,019.11	3.41	27.71
Netherlands Antilles		0.00	8.78			
New Caledonia		0.58	35.57			
New Zealand	(7.91)	3.20	4.70	14,974.53	9.86	23.10
Nicaragua	(16.87)	0.95	1.45	863.23	16.78	(0.62)
Niger	(9.16)	1.76	58.98	170.53	10.74	6.52
Nigeria	15.54	95.12	0.15	457.27	26.28	
Norway	15.78	66.24	6.98	41,225.78	15.30	38.41
Oman	10.39	89.96	1.01	9,215.35	16.37	45.25
Pakistan	(3.34)	4.63	0.75	622.59	9.54	14.66
Palau				6,473.16		
Panama	(6.87)	0.67	4.13	4,833.69	7.56	25.30
Papua New Guinea	5.90	29.45	37.77	638.25	23.04	32.61
Paraguay	0.60	0.01	0.96	1,414.37	18.11	15.37
Peru	0.40	9.72	52.55	2,538.91	20.99	26.07
Philippines	3.11	2.32	3.95	1,149.82	20.56	13.27
Poland	(3.55)	4.52	4.36	5,593.88	13.99	19.45
Portugal	(9.73)	4.30	3.06	11,282.48	5.45	14.09
Puerto Rico				16,793.77		
Qatar	29.52	89.59	0.14	29,217.38	11.45	66.23
Romania	(10.60)	8.80	4.77	2,461.83	22.26	15.59
Russian Federation	8.55	58.46	7.29	2,654.07	27.64	33.75
Rwanda	(1.72)	0.01	34.38	278.22	15.61	4.60
Samoa	(10.23)	0.41	0.07	1,698.94	18.66	
San Marino				31,903.40	29.18	
Sao Tome and Principe	(28.83)	0.00	0.04		24.46	
Saudi Arabia	25.84	90.00	0.22	9,901.85	9.30	49.58
Senegal	(9.88)	18.86	4.40	524.06	14.39	9.81
Serbia	(12.79)	3.12	10.77	1,650.17	27.38	0.15
Seychelles	(21.01)	0.00	0.01	7,594.54	7.02	6.13
Sierra Leone	(7.09)		0.12	245.14	12.48	3.81
Singapore	22.26	13.40	1.35	27,589.27	97.99	49.72
Slovak Republic	(7.19)	5.40	2.86	7,431.28	22.58	24.85
Slovenia	(3.56)	2.28	4.67	12,599.06	14.32	27.22
Solomon Islands	(3.38)			1,028.87	20.65	(8.20)
South Africa	(5.21)	9.74	26.37	3,555.38	9.85	18.12
South Asia		9.98	5.02	603.18	17.82	28.73
Spain	(8.24)	3.94	2.51	15,970.70	1.51	24.21
Sri Lanka	(4.93)	0.04	2.46	1,076.27	9.84	16.02
St. Kitts and Nevis	(23.42)	0.06	0.02	8,392.52	18.63	21.34
St. Lucia	(24.04)	0.01	2.54	4,909.01	14.91	6.69
St. Vincent and the Grenadines	(28.59)	0.01	0.35	4,007.31	15.78	11.77
Sudan	(10.86)	87.51	0.49	467.93	4.61	18.24
Suriname	(0.86)	5.04	0.24	2,430.88	12.42	1.39
Swaziland	(2.08)	0.81	0.33	1,510.95	18.11	10.40
Sweden	7.74	5.20	3.52	31,533.85	6.78	26.10
Switzerland	11.00	2.44	3.35	36,663.19	17.06	28.95

<b>País</b>	<b>Balço de conta corrente (% PIB)</b>	<b>Exp. combustíveis (% total exp.)</b>	<b>Exp. Minérios e Metais (% total exp.)</b>	<b>PIB per capita (2000 US\$)</b>	<b>Reservas total (% PIB)</b>	<b>Poupança interna bruta (% PIB)</b>
Syrian Arab Republic	(2.30)	57.62	1.10	1,273.99		18.72
Tajikistan	(5.13)			218.84	7.72	(14.90)
Tanzania	(6.84)	0.32	14.15	343.99	16.32	11.09
Thailand	1.09	4.54	1.41	2,482.48	33.78	31.89
Timor-Leste	193.03		0.00	308.78	46.20	
Togo	(2.85)	0.50	12.35	248.13	16.23	2.58
Tonga	(6.68)	0.00	0.56	1,659.68	23.83	(28.02)
Trinidad and Tobago	26.80	68.58	1.35	9,938.90	32.81	45.02
Tunisia	(2.50)	13.81	1.31	2,531.53	19.54	21.84
Turkey	(5.15)	4.14	2.97	4,848.02	10.82	16.82
Turkmenistan	11.12			1,431.16		25.99
Uganda	(2.38)	2.39	2.02	312.68	17.11	8.54
Ukraine	0.27	7.48	5.96	1,041.50	19.70	22.86
United Arab Emirates	13.17	69.93	1.72	24,032.76	21.29	41.22
United Kingdom	(2.44)	10.28	3.55	28,225.56	1.98	14.23
United States	(5.46)	3.99	3.38	37,372.18	1.79	13.62
Uruguay	(1.49)	4.09	0.62	7,689.24	17.65	19.47
Uzbekistan	8.74			735.86		32.91
Vanuatu	(6.50)	0.06	0.22	1,237.34	21.08	15.86
Venezuela, RB	13.45	88.30	2.43	5,356.71	17.94	38.10
Vietnam	(5.32)	23.01	0.65	576.43	23.12	28.75
Yemen, Rep.	(1.03)	93.06	0.15	552.44	36.74	20.38
Zambia	(6.46)	0.86	77.60	362.02	7.60	25.68
Zimbabwe	(13.89)	8.56	19.15	508.77	0.88	5.93