

Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC
Centro Socioeconômico
Departamento de Economia e Relações Internacionais

Marcelo Luiz Lemos

Fundos Soberanos de Riqueza:
Um estudo sobre o Fundo Soberano do Brasil

Florianópolis, 2013

MARCELO LUIZ LEMOS

Fundos Soberanos de Riqueza:
Um estudo sobre o Fundo Soberano do Brasil

Monografia submetida ao curso de Ciências
Econômicas da Universidade Federal de Santa
Catarina, como requisito obrigatório para a
obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador(a): Prof(a). Patrícia Ferreira Fonseca Arienti, Dr.(a)

FLORIANÓPOLIS

2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A banca examinadora resolveu atribuir a nota 9,0 (nove) ao aluno *Marcelo Luiz Lemos* na disciplina CNM 5420 - Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof (a). Patrícia Ferreira Fonseca Arienti, Dr (a).

Prof (a). Brena Paula Magno Fernandez, Dr (a).

Prof. Israel Montesuma, Msc.

Resumo

O presente trabalho tem como objeto de estudo os Fundos Soberanos de Riqueza (FSR) em especial o Fundo Soberano do Brasil (FSB). O objetivo desse trabalho é compreender a dinâmica de funcionamento do FSB, incluindo o seu processo de capitalização e o desempenho de sua carteira de investimento. Buscou-se estudar aspectos gerais dos FSR, tais como conceito, histórico, fontes de financiamento, objetivos, estratégias de investimento e transparência. O FSB foi criado em 2008 e capitalizado por meio da emissão de títulos da dívida pública. A capacidade do FSB de reter títulos da dívida pública em sua carteira lhe confere o papel de formador de “poupança primária”, pois parte do superávit primário é direcionada para remunerar os títulos em posse do FSB. A relevante participação do FSB na capitalização da Petrobras e do Banco do Brasil demonstra seu perfil estratégico. O desempenho negativo da carteira do FSB e o endividamento soberano para sua capitalização representam um custo para o erário público. No entanto, o FSB constitui uma ferramenta adicional de política econômica anticíclica e cambial. Futuramente, o FSB poderá direcionar recursos advindos da exploração de petróleo do pré-sal para o exterior, dessa forma, minimizando o problema da apreciação cambial.

Palavras-chave: fundo soberano de riqueza; reservas internacionais; balanço de pagamentos.

Lista de Figuras

| | |
|--|----|
| Figura 2.1 – A pirâmide das moedas..... | 14 |
| Figura 3.1 – Estimativa de alocação dos ativos dos Fundos Soberanos..... | 34 |
| Figura 4.1 – Estrutura de operação do Fundo Soberano do Brasil..... | 43 |

Lista de Gráficos

| | |
|---|----|
| Gráfico 2.1 – Distribuição por moedas das reservas internacionais do Brasil (conceito caixa)..... | 14 |
| Gráfico 4.1 – Evolução das Reservas Internacionais do Brasil..... | 45 |
| Gráfico 4.2 – Resultado do Balanço de Pagamentos..... | 48 |
| Gráfico 4.3 – Cumprimento da meta de Resultado Primário do Governo Central..... | 50 |
| Gráfico 4.4 – Resultado Primário e Nominal das Contas do Governo do Brasil..... | 51 |
| Gráfico 4.5 – Composição Inicial da Carteira do FFIE (Dezembro/2008)..... | 54 |
| Gráfico 4.6 – Composição da Carteira do FFIE em 31/03/2010..... | 55 |
| Gráfico 4.7 – Composição da Carteira do FFIE em 30/09/2010..... | 58 |
| Gráfico 4.8 – Composição da Carteira do FFIE em 30/06/2012..... | 59 |
| Gráfico 4.9 – Evolução da carteira do FFIE..... | 60 |

Lista de Tabelas

| | |
|--|----|
| Tabela 3.1 – Ativos dos Fundos Soberanos de Riqueza..... | 27 |
| Tabela 3.2 – Fundos Soberanos de Riqueza da China, Brasil e Rússia (parte dos BRICS)..... | 28 |
| Tabela 3.3 – Fontes e Objetivos dos FSR..... | 31 |
| Tabela 3.4 – Índice de Transparência Linaburg-Maduell..... | 40 |
| Tabela 4.1 – Custos das Reservas Internacionais do Brasil..... | 47 |
| Tabela 4.2 – Razão entre Reservas Internacionais (RI) e a Dívida Externa de Curto Prazo..... | 48 |
| Tabela 4.3 – Títulos emitidos para capitalização do Fundo Soberano do Brasil..... | 54 |

Siglas

BACEN – Banco Central do Brasil.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

CDFSB – Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil.

DECP – Dívida Externa de Curto Prazo.

EUA – Estados Unidos da América.

FSB – Fundo Soberano do Brasil.

FSR- Fundo Soberano de Riqueza.

FMI – Fundo Monetário Internacional.

ISWF – Institute of Sovereign Wealth Funds.

FFIE – Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização.

FGV – Fundação Getúlio Vargas.

KIA – Kwait Investment Authority.

Sumário

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | Introdução..... | 9 |
| 1.1 | Objetivos..... | 11 |
| 1.1.1 | Objetivo Geral | 11 |
| 1.1.2 | Objetivos Específicos | 11 |
| 1.2 | Metodologia..... | 12 |
| 2 | Referencial Teórico | 13 |
| 2.1 | A hierarquia entre as divisas..... | 13 |
| 2.3 | Do acúmulo de reservas internacionais aos Fundos Soberanos de Riqueza..... | 16 |
| 3 | Fundos Soberanos de riqueza | 22 |
| 3.1 | Conceito | 22 |
| 3.2 | Histórico dos Fundos Soberanos | 23 |
| 3.2 | Classificações dos Fundos Soberanos de Riqueza | 29 |
| 3.2.1 | Fontes e Objetivos | 29 |
| 3.2.2 | Estratégias de Investimento | 33 |
| 3.3 | Os Princípios de Santiago..... | 35 |
| 3.4 | Índice de Transparência Linaburg-Maduell | 39 |
| 4 | O Fundo Soberano do Brasil | 42 |
| 4.1 | Contexto Macroeconômico..... | 44 |
| 4.1.1 | A possibilidade de um Fundo Soberano de Riqueza Brasileiro com base nas reservas internacionais..... | 45 |
| 4.1.2 | Um Fundo Soberano de Riqueza com origem fiscal | 49 |
| 4.2 | Capitalização | 51 |
| 4.4 | Carteira de Investimento..... | 54 |
| | Conclusão | 61 |
| | REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 63 |

1 Introdução

O presente trabalho tem como objeto de estudo os Fundos Soberanos de Riqueza (FSR), em especial o Fundo Soberano do Brasil (FSB). O objetivo desse trabalho é compreender a dinâmica de funcionamento do FSB, incluindo o seu processo de capitalização. Além disso, buscou-se verificar o desempenho da carteira de investimento do FSB.

Os fundos soberanos de riqueza são fundos de investimentos em posse dos Estados. Recentemente, esses fundos atraíram grande atenção devido à sua proliferação e à magnitude de seus ativos. De acordo com *Institute of Sovereign Wealth Funds* (ISWF), os ativos em posse desses fundos totalizam mais de US\$ 5 trilhões¹.

Os FSRs existem há mais de cinco décadas, o primeiro FSR foi criado no Kwait em 1953. O *Kwait Investment Authority* (KIA) foi concebido com intuito de prover às gerações futuras os benefícios oriundos da exploração do petróleo. Tendo em vista que o petróleo é um bem finito, buscou-se a otimização intertemporal de seu consumo por meio de investimentos de longo prazo e com melhores retornos. Além disso, outros benefícios estão associados à criação de um FSR, tais como a possibilidade de amenizar a valorização excessiva da taxa de câmbio por meio de investimentos em moeda estrangeira no exterior; as diversas opções de investimentos de um FSR podem representar um retorno maior do que o alcançado com a manutenção das reservas internacionais; e o benéfico de se constituir uma poupança que sirva como instrumento de política anticíclica, em caso de uma queda no preço da principal *commodity* de exportação.

Como afirmou Puel (2009), os FSRs carregam uma herança geopolítica e as particularidades dos países em que foram criados. Nesse sentido, com o decorrer do tempo foram criados diversos FSRs com diferentes fontes de renda e objetivos. De uma forma geral, os FSRs foram constituídos com recursos provenientes dos resultados superavitários em conta corrente, obtidos pela exportação de commodities ou de produtos manufaturados que possibilitaram o acúmulo de reservas internacionais. Outra fonte de recursos que possibilitou a criação de FSRs foram os resultados fiscais

¹*Sovereign Wealth Fund Institute*. Disponível em: www.swfinstitute.org Acesso em 15/12/2012

superavitários. Entre os objetivos perseguidos pelos FSRs encontram-se uma maior rentabilidade para as reservas internacionais, formação de poupança pública e desenvolvimento econômico.

O acúmulo de reservas internacionais que, majoritariamente, possibilitou a proliferação dos FSRs é um reflexo da hierarquia vigente entre divisas e dos desequilíbrios macroeconômicos globais. Os países que não são emissores da divisa-chave do sistema monetário internacional, o dólar, são obrigados a acumular reservas internacionais para efetuar suas transações com o resto do mundo. Esse acúmulo de reservas é acentuado pelos desequilíbrios macroeconômicos entre países desenvolvidos e em desenvolvimento; enquanto os primeiros apresentam déficits em conta corrente, os últimos apresentam superávits. Dessa forma, esses desequilíbrios foram caracterizados por uma crescente participação dos países em desenvolvimento no acúmulo de reservas. Segundo Simas (2011), os países que formam os BRICS aumentaram em 41% suas reservas internacionais no período de 2001 a 2009.

A proliferação dos FSRs se relaciona com o momento histórico do sistema monetário internacional marcado pelo acúmulo de reservas internacionais que nem sempre apresentam uma rentabilidade atraente. Devido às necessidades de segurança e liquidez, as autoridades monetárias acabam alocando suas reservas internacionais em títulos da dívida estadunidense que possuem baixa rentabilidade. Sendo assim, a constituição de um FSR surge como alternativa de melhores retornos para as reservas internacionais.

O Fundo Soberano do Brasil (FSB) foi criado em dezembro de 2008 com o propósito de formar poupança pública, promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do País localizado no exterior. A criação do FSB acompanhou o *boom* de FSR da década de 2000 resguardando suas peculiaridades. Apesar de o Brasil possuir elevada quantia de reservas internacionais, cerca de US\$ 200 bilhões, o FSB foi constituído por meio da emissão de títulos da dívida pública. O endividamento do governo brasileiro para a capitalização do FSB representa um custo para o erário público que seria legítimo caso os retornos dos ativos do FSB fossem maiores que o custo da emissão de títulos. No entanto, o FSB com a sua diversa possibilidade de investimento constitui uma ferramenta auxiliar de política econômica anticíclica e cambial.

Essa monografia está dividida em quatro partes, além dessa introdução. No próximo capítulo é abordada a questão da hierarquia entre as divisas no atual sistema monetário internacional e a consequente acumulação de reservas internacionais que possibilitou a criação de FSR.

No terceiro capítulo apresentamos os Fundos Soberanos de Riqueza, começando pelo conceito, em sequência expomos um histórico do FSRs desde a criação do *Kwait Investment Authority* em 1953 até os anos 2000. Em seguida, é apresentada uma classificação do FSR de acordo com os seus objetivos, fonte de renda e estratégia de investimento. Para finalizar, abordamos questões relativas à transparência do FSR, tais como *Os Princípios de Santiago* e o Índice de transparência *Linaburg-Maduell*.

O quarto capítulo se ocupa do Fundo Soberano do Brasil (FSB), nesse capítulo é abordado o contexto macroeconômico em que ele foi criado, depois apresentamos o aparato institucional do FSB e seu *modus operandi*. Por fim, apresentamos o processo de capitalização do FSB e a evolução da sua carteira de investimento.

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo Geral

Compreender a dinâmica dos fundos soberanos de riqueza, em especial o Fundo Soberano do Brasil.

1.1.2 Objetivos Específicos

- i. Apresentar a dinâmica de acúmulo de reservas internacionais no atual sistema monetário internacional;
- ii. Apresentar os Fundos Soberanos de Riqueza;

- iii. Compreender a dinâmica de funcionamento do Fundo Soberano do Brasil e verificar seu desempenho.

1.2 Metodologia

Considerando que objetivo geral do presente trabalho é compreender a dinâmica de funcionamento dos Fundos Soberanos de Riqueza - FSR, a metodologia utilizada nesse trabalho se enquadra na classificação de uma Pesquisa Analítica Descritiva. De acordo com Cervo *et al* (2007:61) a “pesquisa descritiva observa, registra e correlaciona os fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los”. Nesse sentido, buscou-se analisar o fenômeno da proliferação dos FSR de acordo com seu desenrolar histórico e sua correlação com determinadas variáveis econômicas.

Para elaboração desse trabalho utilizou-se principalmente o método bibliográfico, a partir de informações presentes em livros, artigos e notícias que versavam sobre o tema aqui abordado, bem como dados atualizados em sites oficiais, tais como o do Banco Central do Brasil e do Ministério da Fazenda. Para a análise do Fundo Soberano do Brasil foram utilizados os Relatórios de Gestão elaborados pelo próprio FSB.

2 Referencial Teórico

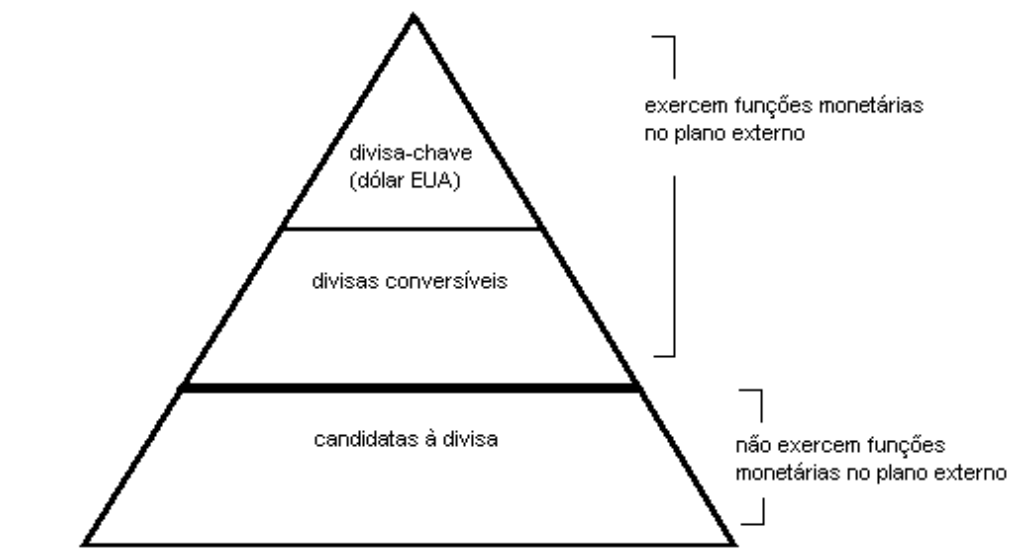
Considerando que os fundos soberanos de riqueza consistem em fundos de investimentos em posse de Estados que apresentam, geralmente, baixa necessidade de liquidez e grande volume de reservas internacionais (SIAS, 2008), o cabedal teórico que irá subsidiar o presente trabalho abrange a hierarquização vigente entre as divisas no sistema financeiro internacional e a conseqüente necessidade de se acumular reservas internacionais para realizar transações no cenário internacional. Diante disso, serão considerados os benefícios e os custos de se acumular reservas e as possíveis alternativas para as reservas em excesso.

2.1A hierarquia entre as divisas

A diferença entre moeda e divisa reside no espaço de atuação de cada uma. Rossi (2008) considera que a moeda possui dois espaços monetários de atuação, no plano nacional a moeda exerce sua soberania com base nas regras estabelecidas pelo Estado, enquanto no plano internacional a moeda é desprovida do arcabouço normativo do Estado, dessa forma, a moeda está sob o jugo de outros determinantes para sua aceitação. Uma moeda pode ser aceita no território nacional e não possuir liquidez alguma no plano externo. No momento em que uma moeda passa a exercer suas três funções no plano externo – meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, ela se constitui como divisa. No plano internacional, as divisas possuem diferentes níveis de aceitação, essa diferença ocorre de acordo como emissor da promessa de pagamento e à unidade de conta em que ela foi emitida. Numa perspectiva qualitativa, Rossi (2008) considera as divisas como “unidades de conta que referenciam promessas de pagamento no plano internacional” (ROSSI, 2008: 8). A hierarquização entre as divisas decorre do nível de aceitação que cada divisa possui. Rossi (2008) utilizou a pirâmide dividida em três degraus para representar a hierarquia entre as divisas. Como é possível notar na Figura 2.1, no topo da pirâmide se encontra a “divisa-chave”, o dólar; no meio

da pirâmide se situam as “divisas conversíveis” e na base estão as “candidatas a divisas”.

Figura 2.1 -Pirâmide das Divisas



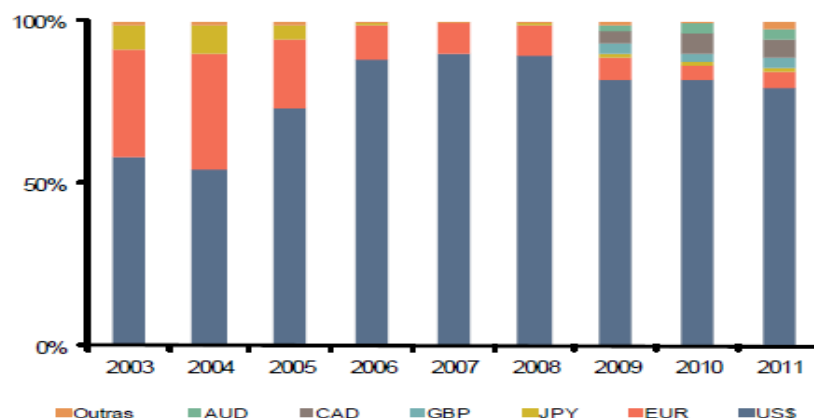
Fonte: Stein (2010)

O dólar se situa no topo da pirâmide, porque no plano internacional ele exerce as três funções da moeda. O dólar é utilizado como meio de pagamento, visto que grande parte das transações financeiras e comerciais é realizada em dólares. O dólar exerce a função de unidade de conta, pois serve como referência para cotação de ativos financeiros e *commodities*, além disso, serve como referência cambial para autoridades monetárias de muitos países. Por último, o dólar exerce a função de reserva de valor, uma vez que a maioria das reservas cambiais dos governos e dos ativos financeiros é referenciada em dólar (ROSSI, 2008). As características mencionadas acima contribuem para que o dólar tenha ampla liquidez, assim como as promessas denominadas nessa moeda.

No meio da pirâmide estão localizadas as divisas conversíveis, na definição de Rossi (2008) são “promessas de pagamento referenciadas na unidade de conta de uma moeda nacional (ou regional), adquirida por não-residentes e que podem ser liquidadas usando um meio de pagamento denominado na mesma unidade de conta” (ROSSI, 2008:9).A divisa conversível, além de ser facilmente trocada pela a moeda-chave do

sistema financeiro internacional, exerce a função de meio de pagamento no plano internacional. A diferença entre a divisa-chave e as divisas conversíveis reside na intensidade em que cada uma exerce as funções de moeda no âmbito internacional. De certa forma, o dólar prevalece como a divisa mais requisitada para cumprir as funções de moeda no plano internacional, como exemplo é possível notar a preferência pelo dólar na alocação das reservas internacionais. No caso brasileiro essa preferência é evidente, segundo o Relatório de Gestão de Reservas Internacionais do Banco Central do Brasil, em dezembro de 2011, 79,6% das reservas internacionais, o equivalente a US\$270,70 bilhões, estavam alocadas em dólar norte-americano (BACEN, 2012).

Gráfico 2.1 - Distribuição por moedas das reservas internacionais do Brasil (conceito caixa)



Fonte: Banco Central do Brasil

O Gráfico 2.1 retrata a preferência por dólares norte-americanos na alocação das reservas internacionais brasileiras. De acordo com o gráfico podemos notar que nos anos 2003 e 2004 o euro, que consiste em uma divisa conversível, obteve marcas expressivas na alocação das reservas internacionais, entretanto, não chegou, em nenhum momento da série histórica, a rivalizar com o dólar norte-americano.

Na base da pirâmide se localiza as candidatas à divisa, essas moedas não exercem função de meio de pagamento no plano externo, entretanto, podem exercer as outras duas funções da moeda. Rossi (2008) as classifica como moedas inconversíveis. Para o autor essas moedas inconversíveis acarretam diversos problemas econômicos para os Estados que as emitem. Tendo em vista sua baixa aceitação, os contratos feitos em moedas inconversíveis tendem a conceder um prêmio maior, destarte, acarretando

um custo maior tanto para o Estado quanto para os agentes domésticos. O Estado que possui uma moeda inconversível fica vulnerável aos movimentos de liquidez no plano externo. De acordo com as expectativas, no auge de um ciclo de liquidez, os investidores alocam suas riquezas em ativos com maior risco e retorno, sendo assim, ocorre um aumento da base da pirâmide. De maneira oposta, em momentos de baixa liquidez no sistema financeiro internacional, os investidores tendem a alocar suas riquezas em divisa-chave, colaborando para um achatamento da base da pirâmide.

Rossi (2008) considera três fatores que influenciam no posicionamento de uma moeda diante do cenário internacional, a influência política que o Estado emissor possui tanto no âmbito global quanto regional; o volume do fluxo comercial e das transações financeiras; e por último, o valor externo da moeda. Consoante com Fiori (2007 apud ROSSI,2008), o autor considera que o nível de aceitação da moeda no plano internacional é um indicativo do poder acumulado pelo seu Estado emissor, nesse sentido, a influência política de um Estado reflete na sua influência monetária que pode ser incrementada por acordos de parceria, cooperação e união monetária. Em relação ao volume dos fluxos comerciais e financeiros, o fortalecimento da moeda ocorre de acordo com o aumento desses fluxos, pois esses aumentos refletem em uma maior demanda pela moeda do Estado. Por fim, a estabilidade do valor de uma divisa em relação à divisa-chave ajuda na consolidação da moeda no cenário internacional, pois os investidores necessitam ter confiança no valor futuro de uma divisa para convertê-la em divisa-chave quando necessário. Rossi (2008) considerou esse aspecto como “a dimensão temporal da conversibilidade”(ROSSI, 2008: 12), fator determinante para escolha de uma divisa por um investidor, visto que no plano internacional os investidores possuem diversas opções de investimentos em diferentes divisas.

2.3 Do acúmulo de reservas internacionais aos Fundos Soberanos de Riqueza

A hierarquia entre as divisas vigente no sistema monetário internacional confere ao emissor da divisa-chave certas vantagens. O dólar americano, atualmente, em seu

padrão flexível² não necessita manter nenhuma paridade como necessitava durante o padrão dólar-ouro que perdurou até 1971. Essa característica permite aos Estados Unidos ampliarem a liquidez internacional e o seu endividamento. Sendo assim, os Estados Unidos encontram-se em posição favorável, visto que suas obrigações são denominadas em sua própria moeda que se expressa como divisa-chave do sistema monetário internacional.

A alta demanda por dólares e títulos denominados nessa moeda consiste no pilar de sustentação do endividamento estadunidense. A manutenção dos elevados déficits nesse país ocorre por meio do endividamento externo, destarte, no lado oposto desta transação se encontram os países que não possuem moedas conversíveis. Esses países acumulam volumosas reservas cambiais, visto que as suas moedas não exercem função de meio de troca no plano internacional. Sendo assim, esses países se configuram como credores dos EUA ao acumularem dólares e títulos da dívida estadunidense (ARIENTI ; ZIEMATH, 2011).

Para Arienti e Ziemath (2011:201) a atual configuração hierárquica do sistema monetário internacional marcada “*pela lógica especulativa e pelas finanças globalizadas e desregulamentadas*” leva um país emissor de uma moeda não conversível a acumular reservas cambiais para estar apto a efetuar transações financeiras no plano externo. Nesse contexto, os bancos centrais dos países emissores de moedas inconversíveis acumulam grandes quantias de reservas internacionais para fazer frente às incertezas do sistema monetário internacional. Ao passo que os EUA possuem a capacidade de determinar a liquidez internacional por meio de sua política econômica doméstica.

O acúmulo de reservas internacionais, segundo Flood e Marion (2001), foi incentivado pelas seguintes características presentes no sistema financeiro internacional na última década do século XX: o aumento na mobilidade de capitais; a crescente frequência e intensidade das crises financeiras internacionais; por último, o aumento no número de países que adotaram câmbio flexível.

Entre os benefícios gerados pelo acúmulo de reservas estão a diminuição da vulnerabilidade externa e o aumento na confiança de investidores estrangeiros. A liquidez oriunda do acúmulo de reservas pode diminuir o impacto de uma reversão dos fluxos de capitais como a que motivou as sucessivas crises da segunda metade da

² Em contraste com o padrão-ouro, o atual padrão flexível do dólar consiste na ausência de paridade obrigatória com outro ativo.

década de 1990 (CINTRA; PRATES, 2007). Já o aumento na confiança de investidores estrangeiros reduz os custos de financiamento estrangeiro tanto do governo quanto do setor privado.

Cintra e Prates (2007) argumentam que o acúmulo de reservas por parte das autoridades monetárias visam dois objetivos. O primeiro, já mencionado, é o de reduzir a vulnerabilidade externa em caso de reversão de fluxos de capitais e de consequentes crises econômicas, configurando uma “demanda precaucional” por reservas. O segundo objetivo consiste na manutenção da taxa de câmbio em níveis competitivos, visando superávits comerciais em conta corrente, dessa forma caracterizando um “novo mercantilismo”³. Os autores sustentam que os dois objetivos são complementares, eles se “auto-reforçam”, pois a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva é fundamental para que se alcancem superávits em conta-corrente, o que significa um ingresso de divisas que sejam “genuinamente obtidas pelos países” (CINTRA; PRATES, 2007:19), ao contrário, das reservas obtidas com base no fluxo de capitais voláteis, tais como investimento de portfólio e empréstimos bancários de curto prazo, que não apresentam a mesma robustez que o ingresso de divisas oriundo de superávits em conta corrente e de investimento externo direto.

O acúmulo dessas reservas é custoso ao país que o faz, pois o grande volume de moeda estrangeira que entra no mercado nacional é trocado pela moeda doméstica, sendo assim, o governo se vê obrigado a emitir títulos para enxugar a base monetária, ou seja, retirar o volume de moeda nacional equivalente ao volume de moeda estrangeira que foi introduzido no mercado nacional. O custo dessa transação de esterilização⁴ monetária se expressa no diferencial entre os juros doméstico e o externo, pois as reservas internacionais são alocadas, em sua maioria, em títulos norte-americanos que apesar de apresentarem ampla liquidez oferecem baixo rendimento, ao contrário dos títulos emitidos para a esterilização que é realizada ao custo da taxa de juros doméstica, geralmente maior do que a norte-americana.

De acordo com a tradição keynesiana, o país deve adotar medidas anticíclicas para minimizar os efeitos que o custo das reservas internacionais gera sobre a economia.

³A referência ao mercantilismo clássico se baseia nas características similares dos dois modelos de política econômica. O mercantilismo clássico, em sua fase inicial, pregava o acúmulo de metais preciosos a fim de atender às demandas do crescente volume comercial. Em ambos “mercantilismos” o acúmulo de metais e reservas cambiais está relacionado com o objetivo de se obter um saldo positivo na balança comercial.

⁴As operações de esterilização têm como objetivo enxugar a base monetária após a compra de moeda estrangeira através de emissão de títulos públicos. Os altos custos dessa operação estão relacionados com a diferença entre as taxas de juros do título emitido e a taxa de retorno dos títulos nos quais esse capital arrecadado vai ser investido.

As políticas anticíclicas são operadas pelo governo por meio de sua autoridade monetária e fiscal visando influenciar a demanda agregada e, dessa forma, as expectativas dos agentes econômicos.

De acordo com Lu *et al* (2010) o debate sobre o nível adequado de reservas internacionais se desenvolveu de acordo com as necessidades do balanço de pagamentos. Os autores argumentam que após a queda do padrão-ouro no início da década de 1970 a mensuração do nível adequado de reservas era efetuada com foco na conta corrente. A crise da década de 1990 mostrou para os países que utilizavam os mercados de capitais que a exposição estava na conta capital, com isso o risco de crises no balanço de pagamentos passou a ser associado à conta capital.

Tendo isso em vista, foi desenvolvida a Regra *Greenspan-Guidotti* que mede a razão entre reservas internacionais e a dívida externa de curto prazo. De acordo com essa regra o nível adequado de reservas internacionais seria o que cobrisse 100% da dívida externa de curto prazo. Os autores consideram que apesar da Regra *Greenspan-Guidotti* constituir um indicador relevante para medir o nível adequado de reservas, essa regra foca apenas na possibilidade de uma drenagem externa (*external drain*) das reservas internacionais. No entanto, há possibilidade de uma drenagem interna (*internal drain*) das reservas que refletiria uma fuga de capitais efetuada pelos residentes a procura de segurança (*safe haven*) na moeda estrangeira.

Lu *et al* (2010) consideram ainda que após a constatação de que as reservas internacionais se encontram em um patamar acima do necessário é preciso verificar a longevidade da fonte dessas reservas internacionais. Considerando que as reservas internacionais provêm do influxo de capital estrangeiro através da conta capital, como é o caso brasileiro, os autores afirmam que é necessário verificar o tempo de maturação dos investimentos que originaram as reservas. Isso se faz necessário para constatar a possibilidade de investi-las em aplicações de longo prazo e com maior risco que visem maiores retornos, a fim de minimizar o custo de carregamento dessas reservas.

Os autores consideram diferentes opções para reduzir o custo de carregamento⁵ oriundo do excesso de reservas.

Uma opção seria aumentar o volume de depósito em moeda estrangeira requerido aos bancos; caso seja necessária uma maior liquidez, o banco central pode

⁵O custo de carregamento consiste na despesa de se manter determinado ativo em uma carteira de investimento. No caso das reservas internacionais esse custo está relacionado com as operações de esterilização, pois a emissão de títulos para enxugar a base monetária pode gerar despesas mais elevadas que o retorno obtido com as reservas internacionais, dessa forma, caracterizando um custo de carregamento.

diminuir a quantia obrigatória de depósitos em moeda estrangeira. Dessa forma, é possível aumentar a liquidez de moeda estrangeira no mercado doméstico sem reduzir a liquidez da moeda nacional.

Uma segunda opção para reduzir o custo de carregamento seria afrouxar a regulação sobre os investimentos externos efetuados por nacionais e acomodar a saída de moeda estrangeira por meio de intervenções do banco central. Isso poderia diminuir a entrada líquida de capitais e reduzir o custo com operações de esterilização.

Uma terceira opção seria reduzir as obrigações externas que consiste em uma forma de utilizar as reservas em excesso e reduzir os desencontros de moedas (*currency mismatches*) e os custos de carregamento.

Outra opção enunciada pelos autores seria gerenciar parte das reservas internacionais com uma perspectiva de longo prazo. De acordo com os mesmos autores, normalmente, as reservas são geridas em dois portfólios diferentes, um portfólio que visa a liquidez e outro com o intuito de obter melhores retornos. Sendo assim, uma alternativa para reduzir o custo de manutenção das reservas seria ampliar o horizonte de investimento das reservas que se encontram no segundo tipo de portfólio. A Autoridade Monetária de Hong Kong faz uso dessa estratégia, em que as reservas internacionais são divididas em dois portfólios, o *Backing Portfolio* e o *Investment Portfolio*. No *Backing Portfolio* as reservas são investidas em ativos com alta liquidez e ativos de renda fixa de curto prazo denominados em dólares. Já no segundo portfólio, as reservas são alocadas em investimentos mais dinâmicos incluindo ações. No entanto, os autores ressaltam que há um limite de tolerância para divulgação de prejuízos com esses investimentos mais dinâmicos, fato que restringe o volume de reservas a serem investidas e o risco que se pode correr com esses investimentos.

Uma última preposição enunciada pelos autores seria a criação de um fundo soberano de riqueza. A diferença entre a criação de um FSR e a gestão das reservas oficiais por meio de um "*Investment Portfolio*" reside na retirada desses recursos da responsabilidade da autoridade monetária. A opção por um FSR é feita, geralmente, quando há um objetivo definido para se empregar o excesso de reservas. Como será visto abaixo, os FSR perseguem diferentes objetivos, nesse sentido, um país exportador de *commodity* que vivencia um considerável e prolongado *boom* no preço de seu principal produto de exportação tem como opção a criação de um FSR que vise reduzir a vulnerabilidade das receitas governamentais às oscilações de preço da *commodity* que o país exporta.

Em síntese, a atual configuração do sistema monetário internacional tendo como base o dólar em seu padrão flexível leva os países não emissores de divisas conversíveis a acumularem grandes quantidades de reservas internacionais para poderem realizar suas transações financeiras e comerciais com o resto do mundo. Além disso, o acúmulo de reservas internacionais tem como objetivo proteger a economia nacional contra possíveis reversões dos fluxos de capital e demonstrar a capacidade de solvência da mesma. Considerando a importância e os altos custos de carregamento das reservas internacionais, os Fundos Soberanos de Riqueza servem como instrumento auxiliar para as aplicações de tais reservas de forma mais lucrativa.

3 Fundos Soberanos de riqueza

3.1 Conceito

Os fundos soberanos de riqueza consistem em fundos de investimentos em posse dos Estados. Puel (2009) pondera que não existe um único modelo de FSR, mas sim diferentes FSR, sendo que cada qual carrega consigo a herança geopolítica e as particularidades dos países nos quais se originam. Diante das particularidades de cada FSR, apresentar uma definição única para esses fundos torna-se uma tarefa difícil. Entretanto, dentro da literatura produzida sobre o tema se encontra uma convergência na conceituação do fundo soberano como “*financial vehicle to manage state-owned financial assets*” (KLITZING *et al*, 2010, pg.4), ou seja, “um fundo de investimento estatal” (SIAS, 2008, pg.25).

A proliferação dos fundos soberanos de riqueza na primeira década do século XXI suscitou um maior questionamento sobre a sua natureza, dessa forma, indagando em que proporção suas atividades seriam guiadas por motivações puramente econômicas ou se serviriam a fins político-estratégicos.

Puel (2009) relata que as reações causadas pela proliferação dos FSR carregaram certa ambiguidade. O autor exemplifica essa incerteza com as diferentes declarações feitas pelo presidente francês Nicolas Sarkozy. Em sua primeira entrevista coletiva, após ter sido eleito, Sarkozy declarou que a França não poderia ficar sem reação frente ao avanço (*montée en puissance*) dos FSR. Apenas uma semana após essa declaração, em viagem à Arábia Saudita, o presidente francês se retificou e declarou que a França estará sempre aberta aos FSR que não possuem intenções ambíguas. Alguns meses depois, em novembro de 2008, a França criou seu FSR com o intuito de estabilizar o capital de empresas francesas, isto é, certificar que as empresas francesas não seriam compradas por FSR estrangeiros.

As motivações político-estratégicas não se apresentam de forma clara, sendo assim, determinado investimento feito por um fundo soberano pode gerar desconfiança por parte do governante de um país receptor. Caso emblemático foi o que ocorreu em 2006 nos Estados Unidos. A estatal *Dubai Ports World* dos Emirados Árabes,

gerenciadora de portos, se propôs a operar seis portos nos Estados Unidos, esse fato levou a uma discussão no congresso estadunidense sobre o caráter dos investimentos soberanos e sua ameaça à segurança nacional. Esse episódio contribuiu para o debate sobre fundos soberanos, que apesar de existirem há décadas, permaneceu durante todo esse tempo como tema desconhecido do público em geral e sem suscitar grande interesse entre os *policy-makers* (DAS, 2010).

De acordo com o *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (IWG) não se deve considerar como FSR as reservas internacionais em mãos dos bancos centrais utilizadas para efetuar política monetária ou ajuste no balanço de pagamentos; as operações de empresas estatais; os fundos de pensão de servidores públicos; e os ativos gerenciados em benefício individual.

3.2 Histórico dos Fundos Soberanos

Ainda que a discussão sobre fundos soberanos tenha entrado em evidência somente com a proliferação desses fundos na primeira década do século XXI, o primeiro fundo soberano data de 1953. O atual *Kwait Investment Authority* (KIA) foi criado para garantir às gerações futuras o uso da renda proveniente do petróleo por meio do retorno esperado de investimentos de longo prazo. O fundo foi criado quando o Kwait ainda era uma colônia inglesa, e levava o nome de *Kwait Investment Board*. Esse pequeno país, que se encontra entre os cinco maiores produtores de petróleo do mundo, se tornaria independente somente em 1961. Atualmente, o KIA ocupa a posição de sexto maior fundo soberano do mundo, com um total de U\$ 296 bilhões⁶ em ativos.

Três anos após a criação do KIA foi a vez de outra colônia inglesa criar seu fundo soberano. O *Kiribati Revenue Equalization Reserve Fund* foi criado com o mesmo objetivo do KIA, ou seja, transferência intergeracional das receitas provindas de um bem finito, nesse caso não seria o petróleo, mas sim o fosfato. Atualmente, esse fundo conta com um total de U\$ 400 milhões em ativos.

Durante a década de 70 do século passado ocorreram mudanças no contexto internacional, como o “choque do petróleo”, que contribuíram para o aumento da renda

⁶Sovereign Wealth Funds Institute Ranking. Disponível em :<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> Acesso em 17/04/2012.

dos países exportadores de petróleo que, por sua vez, possibilitou a criação de fundos soberanos, principalmente entre os países exportadores de petróleo. Em 1950 o petróleo representava 37,8% do consumo mundial de energia, enquanto o carbono representava 55,7%. Em 1972, esse quadro já havia se invertido, o petróleo era a principal matéria-prima usada para gerar energia, representando 64,4% do total. Em 1973, outro fator colaborou para o aumento do preço do petróleo, os Estados produtores utilizaram a OPEP (Organização de Países Exportadores de Petróleo), que havia sido criada em 1960, para aumentar o preço dessa *commodity*. A alta do preço do petróleo em 16 de outubro de 1973 aconteceu em meio ao conflito árabe-israelense. Os produtores árabes implantaram um sistema de embargo contra países que pareciam apoiar Israel, em particular os Estados Unidos e os Países Baixos. O embargo foi acompanhado por uma redução na oferta do petróleo que tinha como objetivo pressionar a retirada de Israel de territórios ocupados. Os embargos foram suspensos entre março e julho de 1974. No entanto, o preço do petróleo havia quadruplicado, somente no período de outubro a dezembro de 1973, passando de 3 dólares por barril para 11,65 dólares (VAÍSSE, 2011).

Em síntese, o aumento da demanda por petróleo, seguido por um aumento do seu preço, possibilitou um aumento da renda dos países exportadores, dessa forma, permitindo a formação de “poupanças” e a consequente criação de fundos soberanos, como o *Abu Dhabi Investment*, nos Emirados Árabes, e o *Alaska Permanent Fund*, nos EUA, ambos criados em 1976. Durante o início da década de 1980 ocorreu a continuação desse movimento de proliferação dos FSR. Além da transferência de renda intergeracional, os países exportadores de petróleo criaram seus fundos soberanos visando à estabilização econômica, isto é, os FSR tinham como objetivo fazer frente às oscilações no preço do petróleo complementando o orçamento nacional em períodos de preço baixo.

Ainda no âmbito da estabilização econômica, outro objetivo almejado pelos FSR foi a proteção da economia nacional contra o excesso de divisas que ingressam nesses países e geram pressões inflacionárias e apreciação cambial, ou seja, os fundos visavam a mitigação da doença holandesa⁷.

⁷Segundo Bresser e Gala (2010) a doença holandesa consiste na sobreapreciação da taxa de câmbio causada por rendas ricardianas que são obtidas por meio da exploração de recursos abundantes e baratos. A doença holandesa se expressa com uma falha de mercado que impede a diversificação industrial do país.

Entre os fundos criados durante a década de 1980 encontram-se o de Cingapura, Canadá (Estado de Alberta), Arábia Saudita, Papa Nova Guiné, Brunei, Noruega, Chile, Omã, Líbia (SIAS, 2008).

As crises ocorridas no México (1994), Ásia (1997), Rússia (1998) e no Brasil (1999) demonstraram a importância de se acumular reservas internacionais para proteger a economia doméstica contra impactos externos, sendo assim, iniciou-se uma dinâmica de acúmulo de reservas que priorizava a liquidez ao invés de rentabilidade (CAPARICA, 2010). Apesar disso, houve a criação de 11 fundos soberanos, localizados em Hong Kong, Malásia, Botsuana, Azerbaijão, Venezuela, Colômbia, Uganda, Gabão, Noruega e dois fundos na Austrália.

Durante a década de 2000 houve um recorde na criação de fundos soberanos, entre os fatores que motivaram essa expansão se encontram o aumento do preço do petróleo e das *commodities* em geral; o aumento dos superávits em transações correntes nos países asiáticos; a globalização financeira e os déficits gêmeos⁸ estadunidenses que contribuíram para o aumento da liquidez internacional (SIAS, 2008).

O preço do petróleo passou de menos de US\$20 por barril no final da década de 1990, atingindo seu pico em julho de 2008 com o preço de US\$147, antes de cair para US\$70 em meados de 2009 (KLITZING, 2010). O ciclo de crescimento dos preços das *commodities*, que perdurou até 2008, está associado com o aumento da sua demanda, primeiramente nos populosos países asiáticos como China e Índia, nos quais a industrialização e a urbanização desencadearam um aumento estrutural da demanda por *commodities*. Esse crescimento econômico, verificado também em outros países emergentes, colaborou para o aumento da demanda por *commodities*. Visto que os países emergentes somam quase 85% da população mundial e respondem por um pouco mais da metade do consumo mundial de *commodities*, a dinâmica de crescimento desses países emergentes exerceu um considerável impacto nos preços das *commodities*. Além disso, o crescimento da população mundial e seu consequente aumento na demanda por produtos primários colaborou para aumento nos preços das *commodities* (AUER, 2011).

Durante a década de 2000, eventos geopolíticos e econômicos vão colaborar tanto para o início quanto para o fim desse ciclo de crescimento dos preços das *commodities*, em um extremo encontra-se a Guerra do Iraque de 2003, que interrompeu a produção de um dos maiores países exportadores de petróleo do mundo, levando ao

⁸ Déficits gêmeos consistem no resultado deficitário tanto fiscal quanto em conta corrente.

aumento de seu preço e, no outro extremo, a crise financeira de 2008, que reduziu as expectativas de crescimento econômico, consequentemente, reduzindo a demanda por produtos primários.

Outra fonte de financiamento dos FSR criados durante a década de 2000 são os superávits em conta-corrente das economias asiáticas. A economia chinesa que possui o terceiro maior FSR do mundo, o *China Investment Corporation*, obteve resultados superavitários com base no deslocamento de grande parte da produção industrial mundial para o interior de suas fronteiras. A origem do crescimento econômico chinês data de 1979 com o governo de Deng Xiaoping e suas reformas liberalizantes em relação à propriedade privada e à entrada de capital estrangeiro, acompanhadas pela regularização das relações com os Estados Unidos. Durante a década de 2000, o governo chinês deu continuidade ao processo de crescimento do PIB e de maior integração com a economia mundial, por meio de incentivos fiscais concedidos às empresas estrangeiras e uma oferta de mão-de-obra a baixo custo. A China atraiu grande fluxo de investimento externo direto que resultou num maior dinamismo de sua economia.

Como já mencionado anteriormente, os déficits gêmeos estadunidenses colaboraram para o aumento da liquidez internacional e a respectiva criação de FSR. O déficit fiscal americano foi acentuado com os gastos efetuados nas guerras do Iraque e Afeganistão. Já o déficit em conta corrente, em termos, provém do movimento já citado acima, o deslocamento do capital produtivo para fora das fronteiras americanas em busca de insumos mais baratos, sobretudo, mão-de-obra.

Em síntese, a dinâmica de acúmulo de reservas com base no aumento dos preços das *commodities* e dos superávits comerciais alcançados, principalmente, pelos países asiáticos estimularam a proliferação dos fundos soberanos durante a década de 2000. Nesse período em meio aos novos fundos criados com renda proveniente de *commodities* encontram-se o da Líbia, da Rússia e do Chile. Entre os países que estabeleceram fundos soberanos com base em seus superávits fiscais estão o da Coreia do Sul e o de Hong Kong. O fundo soberano chinês criado em 2007 teve origem nas reservas internacionais oriundas dos superávits comerciais.

Tabela 3.1 - Ativos dos Fundos Soberanos de Riqueza no ano de 2012

| Ano de criação | País | Nome do FSR | Ativos US\$ Bilhões |
|-----------------------|------------------------|---|----------------------------|
| 1976 | Emirados Árabes Unidos | Abu Dhabi Investment | 627 |
| 1996 | Noruega | Government Pension Fund-Global | 611 |
| 2007 | China | China Investment Corporation | 439,6 |
| 1953 | Kwait | Kwait Investment Authority | 296 |
| 1993 | China- Hong Kong | Hong Kong Monetary Authority I. P. | 293,3 |
| 1981 | Singapore | Government of Singapore I.C. | 247,5 |
| 1974 | Singapore | Singapore, Temasek | 157,2 |
| 2008 | Rússia | National Welfare Fund/Reserve Fund | 149,7 |
| 2000 | China | National Social Security Fund | 134,5 |
| 2000 | Qatar | Qatar Investment Authority | 100 |
| 2004 | Austrália | Australia Future Fund | 76 |
| 2006 | Emirados Árabes | Investment Corporation of Dubai | 70 |
| 2006 | Líbia | Libyan Investment Authority | 65 |
| 1984 | Emirados Árabes | International Petroleum Fund | 58 |
| 2000 | Algeria | | 56,7 |
| 2002 | Emirados Árabes | Mubdala Development Company | 48,2 |
| 2005 | Coréia do Sul | Korea Investment Corporation | 43 |
| 1976 | EUA | Alaska Permanent Fund | 40,3 |
| 2001 | Cazaquistão | Kazakhstan National Fund | 38,6 |
| 1993 | Malásia | Khazanah Nasional BHD | 36,8 |
| 1999 | Azerbaijão | StateOil Fund | 30,2 |
| 2000 | Irlanda | Ireland, National Pensions Reserv Funds | 30 |
| 1983 | Brunei | Brunei Investment Agency | 30 |
| 2008 | França | Strategic Investment Fund | 28 |
| 2000 | Iran | OilStabilisation Fund | 23 |
| 1999 | EUA | Texas Permanent School Fund | 24,4 |
| 2006 | Chile | Pension Reserve Fund | 21,8 |
| 2003 | Nova Zelândia | N. Z Supperannuation Fund | 15,9 |
| 1976 | Canadá | Alberta'sHeritage Fund | 15,1 |
| 2007 | Chile | Social and Economic Stabilization Fund | 15 |
| 1958 | EUA | New Mexico Investment | 14,3 |
| 2008 | Brasil | Fundo Soberano do Brasil | 11,3 |
| 2005 | Timor-Leste | Timor-Leste Petrleum Fund | 9,9 |
| 2006 | Bahrain | The Future Generation | 9,1 |
| 1980 | Omã | Oman Investment Fund | 8,3 |
| 1996 | Botswana | Bostwana, PuulaFund | 6,9 |
| 2000 | México | OilRevenuesStabiliztion Fund | 6 |
| 2007 | China | China-Africa Development Fund | 5 |
| 2000 | Trindade e Tobago | Heritage ad Stabilization Fund | 2,9 |
| 2011 | Itália | ItalianStrategic Fund | 1,4 |
| 2011 | Nigéria | Nigerian Sovereign Investment Authority | 1 |
| 1999 | Venezuela | FEM | 0,8 |
| 1956 | Kiribati | Revenue Equalization Reserve Fund | 0,4 |

| | | | |
|-------------|------------------|-----------------------------|------|
| 2001 | EUA | North Dakota Legacy Fund | 0,1 |
| 2002 | Guiné Equatorial | Fund for Future Generations | 0,08 |

Fonte: *Sovereign Wealth Fund Institute*.

Com base na Tabela 3.1 é possível notar grande diversidade entre os países que possuem FSR. Em termos de desenvolvimento notamos a presença de países desenvolvidos, como exemplo EUA e França; contrastando com países miseráveis como o Gabão. Geograficamente os FSR se encontram em todos os continentes, entretanto, notamos uma maior concentração no continente asiático, que além de contar com o maior número de FSR, acolhe quatro dos cinco fundos de maior expressão em termos de ativos.

Tabela 3.2 - Fundos Soberanos de Riqueza da China, Brasil e Rússia (parte dos BRICS)

| Ano | País | Nome do FSR | Ativos em US\$ Bilhões |
|-------------|------------------|-------------------------------------|------------------------|
| 2007 | China | China Investment Corporation | 439,6 |
| 1993 | China- Hong Kong | Hong Kong Monetary Authority I. P. | 293,3 |
| 2000 | China | National Social Security Fund | 134,5 |
| 2007 | China | China-Africa Development Fund | 5 |
| 2008 | Rússia | National Welfare Fund/ Reserve Fund | 149,7 |
| 2008 | Brasil | Fundo Soberano Brasileiro | 11,3 |
| | | Total | 1033,4 |

Fonte: Elaboração própria do autor com base nos dados do *Sovereign Wealth Fund Institute*.

Entre os Brics, somente Brasil, Rússia e China possuem FSR. A Tabela 3.2 relaciona os FSR desses países que somam US\$ 1033,4 bilhões em ativos. A China possui quatro FSR, o *China Investment Corporation*, *National Social Security Fund*, *China-Africa Development Fund* e o *Hong Kong Monetary Fund*. O *China Investment Corporation* é o maior fundo chinês com um montante de 439,6 bilhões de dólares. Este fundo foi criado em 2007, tendo como fonte a grande quantidade de reservas internacionais acumulada por este país e como uma alternativa mais rentável para as reservas acumuladas. O *National Social Security Fund* criado em 2000 possui 134,5 bilhões de dólares em ativos. Este fundo foi criado como um fundo de pensão, ou seja,

seu objetivo é financiar os gastos futuros com seguridade social. A Rússia possui dois fundos, o *Reserve Fund* e o *National Wealth Fund*, o primeiro funciona como um fundo de estabilização e o segundo como um fundo de poupança intergeracional. O Brasil possui somente o Fundo Soberano do Brasil, fundo de estabilização e desenvolvimento. Com base na Tabela 2 é possível observar que a China possui a maior parte desses ativos, totalizando US\$ 872,4 bilhões, a Rússia possui a expressiva quantia de US\$ 149,7 bilhões e o Brasil contabiliza US\$ 11,3 bilhões.

3.2 Classificações dos Fundos Soberanos de Riqueza

3.2.1 Fontes e Objetivos

Os fundos soberanos podem ser classificados de acordo com sua fonte de renda e objetivo. Entre as principais fontes de renda dos fundos soberanos estão as *commodities*, os superávits fiscais e as reservas internacionais. A maior parte dos fundos soberanos possui renda proveniente de *commodities*, principalmente petróleo. Entre os outros tipos de *commodities* que financiamos FSR, encontram-se o cobre no Chile, o diamante em Botswana e o fosfato em Kiribati. Os FSR fiscais podem originar de um resultado fiscal superavitário consolidado ou do endividamento soberano. O Fundo Soberano do Brasil, como será visto abaixo, é um exemplo de FSR com origem fiscal baseada em endividamento.

Os fundos soberanos podem perseguir um ou mais objetivos. De acordo com a publicação do Fundo Monetário Internacional, “*Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*”, existem cinco classificações de fundos soberanos com base em seus objetivos principais, são eles os fundos de estabilização; fundos de poupança intergeracional; fundos de investimentos; fundos de desenvolvimento e fundos de reserva para pensão.

Os fundos de estabilização geralmente têm como fonte de renda *commodities*, sobretudo, o petróleo. O objetivo principal desse tipo de fundo é de isolar a economia dos impactos causados pela flutuação do preço de sua principal *commodity* de

exportação. Tendo em vista as incertezas do cenário econômico mundial, os fundos de estabilização alocam seus ativos em investimentos de curto-prazo com baixo risco e retorno, dessa forma, demonstrando preferência por liquidez.

Os fundos de poupança intergeracional são criados com intuito de permitir às gerações futuras gozarem das riquezas oriundas de recursos finitos. Países ricos em recursos naturais transformam a riqueza proveniente desses recursos em ativos de longo-prazo, sendo assim, a estratégia de investimento escolhida por esses fundos é uma carteira mais diversificada, com intuito de diminuir o risco.

Os fundos de investimento são uma alternativa aos altos custos de se manter reservas internacionais, considerando que a alocação tradicional das reservas internacionais seja em títulos da dívida pública americana, devido à segurança e liquidez; entretanto, com baixos retornos. Outro fator que corrobora com parte dos custos em se manter reservas internacionais está relacionado com as operações de esterilização efetuadas pelos bancos centrais. Esses fundos controlam as reservas em excesso dos bancos centrais e buscam investimentos com maior rentabilidade. Em geral, os investimentos são feitos em ativos estrangeiros com intuito de mitigar os efeitos da doença holandesa. Os investimentos desse tipo de fundo costumam ser de longo-prazo e com baixa taxa de risco. (KLITZING, 2010)

Os fundos de desenvolvimento auxiliam políticas industriais e projetos socioeconômicos. O Fundo Soberano do Brasil pode ser enquadrado nessa categoria, pois um de seus objetivos é incentivar a internacionalização de empresas brasileiras por meio de compras de ações dessas empresas no exterior. Outro fundo que se encaixa nesse perfil é o francês, o *Fonds Stratégique d'Investissement* que foi criado com o intuito de estabilizar o capital das empresas francesas (PUDEL, 2009).

Os fundos de pensão são criados para auxiliar futuramente os governos com gastos relacionados à seguridade social. Nessa categoria encontramos o *Australia's Future Fund*, *Ireland's National Pension Fund* e *New Zealand's Superannuation Fund*.

Levando-se em consideração os objetivos dos fundos soberanos, por um lado existem alguns países que possuem mais do que um fundo soberano, cada qual buscando um objetivo específico, como no caso da Rússia que, em 2008, dividiu seu antigo fundo de estabilização em um Fundo de Riqueza Nacional, que busca retornos a longo-prazo, e em um fundo de estabilização, que visa cobrir os déficits orçamentários provenientes da oscilação do preço do petróleo (KLITZING, 2010). Outro país em que essa prática ocorre é na China. Esse país possui um fundo de investimento, o *China*

Investment Corporation e um fundo de desenvolvimento e cooperação, o *China-Africa Development Fund*.

Por outro lado, há países que possuem somente um fundo, que busca diferentes objetivos, seria o caso do fundo soberano brasileiro, que ao mesmo tempo em que é um fundo de estabilização com objetivos de subsidiar políticas anticíclicas, é também um fundo de desenvolvimento com o objetivo de subsidiar a internacionalização das empresas brasileiras.

Tabela 3.3 - Fontes e Objetivos dos FSR

| País | Nome do FSR | Fonte | Objetivo |
|--------------------------|---|-------------------------|---|
| Nigéria | Nigerian Sovereign Investment Authority | Petróleo | Fundo de Estabilização e Poupança Intergeracional |
| Noruega | Government Pension Fund-Global | Petróleo | Fundo de Estabilização e Poupança Intergeracional |
| Kwait | Kwait Investment Authority | Petróleo | Fundo de Estabilização e Poupança Intergeracional |
| Cazaquistão | Kazakhstan National Fund | Petróleo | Fundo de Estabilização e Poupança Intergeracional |
| Timor-Leste | Timor-Leste Petroleum Fund | Petróleo | Fundo de Estabilização e Poupança Intergeracional |
| Bahrain | The Future Generation | Petróleo | Fundo de Estabilização e Poupança Intergeracional |
| Rússia | National Welfare Fund | Petróleo e Gás Natural | Fundo de Estabilização e Poupança Intergeracional |
| Omã | Oman Investment Fund | Petróleo e Gás Natural | Fundo de Estabilização e Poupança Intergeracional |
| Trindade e Tobago | Heritage and Stabilization Fund | Petróleo e Gás Natural | Fundo de Estabilização e Poupança Intergeracional |
| China | China-Africa Development Fund | Reservas Internacionais | Fundo de Desenvolvimento |
| Chile | Social and Economic Stabilization Fund | Cobre | Fundo de Estabilização |
| Botswana | Botswana, Puula Fund | Diamante | Fundo de Estabilização |
| Kiribati | Revenue Equalization Reserve Fund | Fosfato | Fundo de Estabilização |
| Argélia | Revenue Regulation Fund | Petróleo | Fundo de Estabilização |
| Azerbaijão | State Oil Fund | Petróleo | Fundo de Estabilização |
| Iran | Oil Stabilisation Fund | Petróleo | Fundo de Estabilização |
| México | Oil Revenues Stabilization Fund | Petróleo | Fundo de Estabilização |
| Venezuela | FEM | Petróleo e Gás Natural | Fundo de Estabilização |
| China-Hong Kong | Hong Kong Monetary Authority I. P. | Superávit Fiscal | Fundo de Estabilização |
| Brasil | Fundo Soberano Brasileiro | Fiscal | Fundo de Estabilização e Desenvolvimento |
| Emirados | International Petroleum Fund | Petróleo | Fundo de Estabilização e |

| | | | |
|-------------------------|--|---|--|
| Árabes | | | Desenvolvimento |
| Emirados Árabes | Mubdala Development Company | Petróleo | Fundo de Estabilização e Desenvolvimento |
| Líbia | Libyan Investment Authority | Petróleo | Fundo de Investimento |
| EUA | Texas Permanent School Fund | Petróleo | Fundo de Investimento |
| França | Strategic Investment Fund | Superávit Fiscal | Fundo de Investimento e Desenvolvimento |
| Itália | Italian Strategic Fund | | Fundo de Investimento |
| Malásia | Khazanah Nasional BHD | Superávit Fiscal | Fundo de Investimento |
| China | China Investment Corporation | Reservas Internacionais | Fundo de Investimento |
| Singapore | Government of Singapore Investment Corporation | Reservas Internacionais | Fundo de Investimento |
| Coréia do Sul | Korea Investment Corporation | Superávit Fiscal Reservas Internacionais | Fundo de Investimento |
| Emirados Árabes | Investment Corporation of Dubai | Petróleo | Fundo de Pensão |
| China | National Social Security Fund | Reservas Internacionais | Fundo de Pensão |
| Austrália | Australia Future Fund | Superávit Fiscal | Fundo de Pensão |
| Irlanda | Ireland, National Pensions Reserv Funds | Superávit Fiscal | Fundo de Pensão |
| Nova Zelândia | N. Z Supperannuation Fund | Superávit Fiscal | Fundo de Pensão |
| EUA | North Dakota Legacy Fund | Petróleo | Fundo de Poupança Intergeracional |
| Emirados Árabes | Abu Dhabi Investment | Petróleo | Fundo de Poupança Intergeracional |
| Qatar | Qatar Investment Authority | Petróleo | Fundo de Poupança Intergeracional |
| Brunei | Brunei Investment Agency | Petróleo | Fundo de Poupança Intergeracional |
| Canadá | Alberta's Heritage Fund | Petróleo | Fundo de Poupança Intergeracional |
| Guiné Equatorial | Fund for Future Generations | Petróleo | Fundo de Poupança Intergeracional |
| Singapore | Singapore, Temasek | Superávit Fiscal | Fundo de Poupança Intergeracional |
| EUA | Alaska Permanent Fund | Petróleo | Poupança Intergeracional |
| EUA | New Mexico Investment | Petróleo | Poupança Intergeracional |

Fonte: Elaboração própria do autor com base nos dados do *Institute of Sovereign Wealth Funds*, Sias (2008) e Kunzel et al (2010).

Com base na Tabela 3.3 podemos perceber que a maior parte dos FSR tem como fonte de renda o petróleo. Dentre os fundos com renda originária do petróleo observamos uma convergência de objetivos, em geral esses fundos são criados com a finalidade de acumular poupança intergeracional e auxiliar na estabilização econômica.

Ainda de acordo com a Tabela 3, nota-se que os fundos de investimentos nela listados não possuem uma fonte de renda padrão, variando entre petróleo, superávits

fiscais e reservas internacionais. Os fundos de pensão são apenas cinco (*Investment Corporation of Dubai, National Social Security Fund, Australia Future Fund, Ireland National PensionsReserv Fundse N. Z Supperannuation Fund*).

3.2.2 Estratégias de Investimento

Como foi visto na secção anterior, os FSR são criados com diferentes objetivos que, por sua vez, influenciam suas estratégias de investimento. Os fundos de estabilização, que geralmente são criados por países exportadores de petróleo, têm como objetivo amortecer o impacto da oscilação do preço dessa *commodity* sobre o orçamento doméstico. Destarte, a estratégia de investimento utilizada por esses fundos consiste em investimentos de curto-prazo com um perfil de baixo risco-retorno, a fim de resguardarem certa liquidez para possíveis intervenções estabilizadoras. Já os fundos de investimento têm em mira aplicações mais rentáveis para as reservas internacionais em excesso do que a alocação padrão em títulos soberanos com baixo retorno. Como as aplicações desses fundos não estão comprometidas no curto-prazo, os investimentos são alocados em aplicações de longo-prazo e com maior risco-retorno. Geralmente, os investimentos são efetuados no exterior e em moeda estrangeira visando mitigar os efeitos da “doença holandesa”.

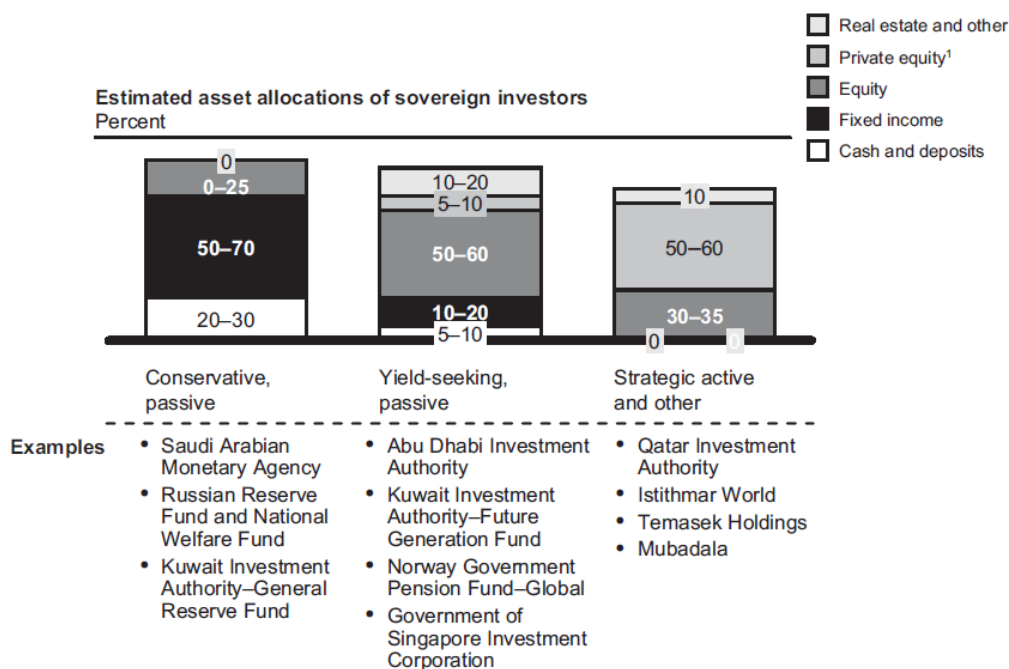
Embora cada FSR possua uma estratégia específica, é possível agrupá-los em investidores ativos e passivos. Os investidores ativos buscam maior envolvimento nos investimentos, incluindo maiores quotas de participação nas empresas e representantes desses FSR nos conselhos executivos das empresas em que investem. Os investidores ativos possuem caráter estratégico, ou seja, eles buscam mais do que retorno financeiro; o fundo *Mubadala Development Company*, localizado nos Emirados Árabes, é um exemplo de FSR de caráter estratégico, pois esse fundo busca investimentos que além de retorno financeiro traga benefícios econômicos para sua região. De acordo com a Figura 2 que será apresentada logo abaixo, outros fundos que se encontram nessa categoria são o *Temasek* de Singapura e o *Qatar Investment Authority*.

Os investidores passivos não buscam participação ativa nas empresas em que investem, são investidores minoritários e com um portfólio diversificado. Esses

investidores são classificados em dois grupos, os conservadores e os dinâmicos (yeld-seeking). A diferença entre os dois reside na expectativa de retorno e risco. Os investidores passivos-conservadores têm em mente a preservação de seu patrimônio e uma maior liquidez. Já os passivos-dinâmicos(yeld-seeking) buscam maiores retornos sobre o capital investido e não são avessos ao risco.

A Figura 3.1 é fruto de uma pesquisa elaborada por Klitzing *et al* (2010) baseada em entrevistas, artigos e dados de bancos e empresas de consultoria, tais como *Morgan Stanley* e *McKinsey Global Institute analysis*. A figura abaixo estima a alocação dos ativos dos FSR que estão divididos em três grupos, são eles: passivos-conservadores, passivos- dinâmicos e ativos-estratégicos.

Figura 3.1 - Estimativa de alocação dos ativos dos Fundos Soberanos



Sources: Interviews; Setser and Ziemba, 2007; Morgan Stanley; Capgemini/Merrill Lynch; McKinsey Global Institute analysis.

¹ Includes direct stakes in companies, not through a private equity fund.

Fonte: Klitzing *et al* (2010)

De acordo com a pesquisa elaborada por Klitzing *et al* (2010) é possível notar que os FSR que figuram no perfil ativo, estratégico; como o *Qatar Investment Authority* e o *Temasek Holdings*, concentram seus investimentos em ações (*equities*), pois o perfil

ativo desses investidores se refere à participação desses fundos na gestão das empresas investidas, incluindo membros desses FSR no conselho executivo das empresas em que investem.

O Fundo Soberano do Brasil (FSB) pode ser enquadrado como ativo-estratégico, como será visto abaixo, a maior parte dos ativos do FSB estão alocados em ações da Petrobras e do Banco do Brasil. No caso da Petrobras, o perfil ativo do FSB é evidenciado pela participação do Ministro da Fazenda, Guido Mantega (Presidente do Conselho de Administração); e pela participação da Ministra do Planejamento, Miriam Belchior (conselheira no Conselho de Administração), como representantes do acionista controlador (União), ao mesmo tempo em que ambos participam do Conselho Deliberativo do FSB.

Ainda com base na Figura 3.1 é possível notar que os FSR que se enquadram no perfil passivo-dinâmico concentram a maior parte de seus ativos em fundos de investimentos, ao contrário dos FSR com perfil ativo que investem diretamente em ações e não por meio de fundos de investimentos. Entre os fundos que fazem parte dessa categoria estão o *Norway Government Pension Fund* e o *Abu Dhabi Investment*.

Os FSR com perfil passivo-conservador tendem a concentrar seus ativos em fundos de renda fixa, o perfil conservador desses fundos é caracterizado pela aversão ao risco, nesse sentido, ocorre a preferência por liquidez, fato que pode ser notado na alocação de parte de seus recursos em moedas e depósitos à vista. De acordo com a Figura 3.1, tanto o *Russian Reserve Fund* quanto o *Kwait Investment Authority* são exemplos de fundos com perfil passivo-conservador.

3.3 Os Princípios de Santiago

As diferentes estratégias de investimento dos FSR, sobretudo daqueles com perfil ativo-estratégico, levam a um questionamento sobre seus objetivos reais, seriam os FSR instrumentos financeiros ou armas políticas? De acordo com Das *et al* (2010) a atenção voltada para os FSR, entre 2007 e 2008, suscitou uma série de questionamentos tocantes a esses fundos e a assuntos relevantes para o funcionamento

do sistema monetário internacional, tais como transparência, objetivo dos investimentos, governança e regulação dos investimentos soberanos.

Frente a esse questionamento, o Fundo Monetário Internacional promoveu a criação do *International Working Group of Sovereign Wealth Funds*, em maio de 2008, com objetivo de desenvolver um conjunto de princípios para guiar as estratégias de investimento e as práticas dos FSR. O *IWG* é formado por 23 países⁹, contando tanto com países desenvolvidos quanto em desenvolvimento. O Brasil não faz parte desse grupo, possivelmente pelo motivo que a data de criação do *IWG* antecede a data de criação do FSB. Ocorreram três encontros do *IWG* (Washington, Singapura e Santiago) para identificar e fazer um rascunho de um conjunto de princípios aceito por todos os membros. Durante o período de elaboração do documento o *IWG* manteve diálogo com países receptores de investimento e com a Comissão Europeia. Segundo Das *et al* (2010), os objetivos que guiaram o trabalho do *IWG* foram a estabilidade do sistema financeiro global, o fluxo livre de capitais e investimentos, o cumprimento de todas as normas regulatória dos países em que os FSR investem e o incentivo aos fundos soberanos a manterem uma governança transparente.

Em setembro de 2008 se chegou a um acordo preliminar na cidade de Santiago no Chile. Contendo 24 princípios este documento versa sobre os aspectos legais, institucionais, objetivos, coordenação com as políticas macroeconômicas, gestão de investimento e risco. A coordenação com as políticas macroeconômicas no âmbito doméstico é relevante, pois considerando o tamanho dos ativos, as operações e os consequentes retornos gerados podem influenciar nas finanças públicas, na balança de pagamentos e na política monetária de um país. Para Bossu *et al* (2010) *Os Princípios de Santiago* visto com um código de conduta voluntário não altera a situação jurídica dos FSR em seus países de origem. Esses princípios ao guiarem as práticas dos FSR, faz com que os FSR se transformem em exportadores de capitais mais eficientes, portanto, os *Princípios de Santiago* podem ser vistos com um instrumento (*soft-law*) para liberalização da conta capital.

Os 24 princípios procuram estabelecer uma conduta transparente na gestão dos FSR, os cinco primeiros princípios se ocupam dos aspectos institucionais dos FSR. O primeiro princípio afirma que as relações entre os FSR e outros órgãos do governo

⁹ Austrália, Azerbaijão, Bahrain, Botswana, Canada, Chile, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, Emirados Árabes, Guiné Equatorial, Iran, Irlanda, Kuwait, Líbia, México, Nova Zelândia, Noruega, Qatar, Rússia, Singapura, Timor-Leste e Trinidad e Tobago. Observadores permanentes: Omã, Arábia Saudita, OCDE e o Banco Mundial.

devam ser de conhecimento público. O segundo Princípio determina que os objetivos dos FSR devam ser definidos de forma clara e publicados, pois essa medida, além de facilitar na elaboração da estratégia de investimento, permite avaliar se determinado FSR aloca seus recursos de maneira consistente com seus objetivos, dessa forma, assegurando que os investimentos não sejam feitos com base em interesses geopolíticos. O terceiro princípio versa sobre a coordenação dos FSR com as políticas fiscal e monetária, dessa forma, assegurando que os FSR não atuem na direção oposta da política macroeconômica de seus respectivos países. Determinada transação de um fundo soberano, por exemplo, envolvendo troca de moeda nacional por moeda estrangeira, dependendo do seu volume, pode afetar as condições monetárias, taxa de câmbio e a demanda doméstica. O quarto princípio ressalta a necessidade de regras claras sobre a fundação, resgates e despesas, ou seja, sobre as operações efetuadas pelos FSR. Este princípio junto ao quinto ajuda a elucidar a consistência de um FSR com o orçamento do seu país. O quinto princípio enuncia que os dados referentes ao FSR devam ser publicados em conjunto com os dados macroeconômicos relevantes. Considerando que os *policy-makers* fazem uso dos dados macroeconômicos divulgados pelas agências governamentais especializadas, a ausência desses dados pode prejudicar as análises econômicas, dessa forma, refletindo na execução da política econômica.

Do sexto ao nono princípio encontramos considerações sobre a governança, incluindo as responsabilidades e competências do FSR que possam permitir uma independência operacional, livre de influência e interferência política. O sexto princípio estabelece que o arranjo institucional dos FSR deva deixar claro as competências e responsabilidades, com intuito de facilitar a independência operacional dos FSR na busca de seus objetivos.

O objeto dos princípios (10-17) é o sistema de contabilidade dos FSR, esses princípios clamam por sistemas de auditorias internas e externas e pela publicação periódica de balanços contábeis. Esses princípios têm como objetivo facilitar o entendimento de como o dinheiro público é utilizado, e demonstrar aos países receptores de investimento a orientação financeira dos FSR. O décimo princípio ressalta a importância do sistema de contabilidade ser claramente definido por um aparato legal. Os princípios 11 e 12 versam sobre a importância de balanços anuais, de acordo com padrões nacionais ou internacionais, seguidos por auditoria interna. O processo de auditoria interna deve ser independente do processo de gerenciamento. É proposto também um processo de auditoria externa baseados nos padrões internacionais, tendo

como objetivo assegurar que os balanços financeiros representam a verdadeira posição dos FSR. O Princípio 15 se ocupa da relação entre os FSR e os países receptores de investimentos. Este princípio enuncia que os FSR devem seguir os marcos regulatórios dos países receptores ao investirem. (BOSSU, 2010)

Os Princípios de Santiago (20-21) tratam sobre o exercício do direito de voto dos FSR. Segundo esses princípios o direito de voto deve ser executado de maneira consistente com a política de investimento do FSR. Os FSR devem tornar público quando e em que empresas eles exercem direito de voto. O Princípio 20 chama atenção para que os governos não façam uso de sua influência e não procurem tomar vantagem de informações privilegiadas ao competir com instituições privadas.

Dentro do escopo de política de investimento e gestão de risco, os “*Os Princípios de Santiago*” ajudam a preservar os fluxos de capital, requerendo uma gestão de risco transparente e confiável (BOSSU, 2010). Os riscos podem ser classificados em quatro categorias: financeiro, operacional, regulatório e de reputação. Os principais riscos financeiros são o risco de mercado (taxa de juros, taxa de câmbio, preço de ações e de *commodities*), risco de crédito e de liquidez. Os principais riscos operacionais são o risco humano (incompetência e fraude), risco de continuidade dos empreendimentos e risco tecnológico. Entre os riscos regulatórios temos as mudanças nos marcos regulatórios da atividade de um fundo soberano tanto no seu país de origem quanto no país receptor de investimento. O risco de reputação (*reputational risk*) está relacionado com a imagem de um fundo soberano, uma publicidade negativa envolvendo operações do fundo soberano pode causar, por exemplo, uma queda nos retornos deste investimento e prejudicar internacionalmente a imagem do governo que possui o fundo soberano. O documento acordado em Santiago apresenta o Princípio 18 que demanda uma política de investimento clara e consistente com os objetivos dos FSR e com a estratégia de investimento. Definindo a estratégia de investimento, os FSR se comprometem com um plano de investimento disciplinado. O Princípio 19 atenta para a maximização da relação risco-retorno de maneira consistente com a política de investimento e baseado em termos econômicos e financeiros. Este princípio reafirma o caráter estritamente econômico dos investimentos, não devendo considerar retornos estratégico-políticos. O Princípio 22 demanda de cada FSR um instrumento para identificar, medir e gerenciar os riscos. A respeito dos princípios que estabelecem a publicação de dados e informações há o Princípio 23. Segundo este princípio os ativos e as performances dos investimentos devem ser publicados de acordo com padrões

claramente definidos. A justificativa para tal seria possibilitar aos responsáveis pelos FSR de fazerem julgamentos embasados sobre seus investimentos.

Embora haja a necessidade de tempo para adaptação dos novos FSR, *Os Princípios de Santiago* podem ser alcançados por países em diferentes níveis de desenvolvimento. Com a finalidade de criar um ambiente mais confiável para os países receptores de investimento o IWG criou em abril de 2009 o *International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF)*, esse fórum é encarregado de revisar e monitorar a implementação dos *Princípios de Santiago*.

3.4 Índice de Transparência Linaburg-Maduell

O Índice *Linaburg-Maduell* é um projeto em andamento do *Institute of Sovereign Wealth Fund (ISWF)*. De acordo com o padrão estipulado por esse instituto, um FSR deve ter no mínimo nota 8 para apresentar um nível adequado de transparência. O índice se baseia em 10 princípios, para cada requisito cumprido é atribuído um ponto para o FSR. Os requisitos são:

- I. Informar histórico, incluindo motivos para criação, origem dos recursos e estrutura governamental à qual se insere;
- II. Informar ao mercado, através de relatórios anuais auditados, todos os investimentos realizados e resultados auferidos;
- III. Informar participação adquirida no capital das empresas investidas e localização geográfica destes investimentos;
- IV. Informar valores atualizados dos investimentos, resultados gerenciais e custos incorridos;
- V. Informar previsões para novos investimentos e estratégias adotadas;
- VI. Informar claramente quais são seus objetivos de longo prazo;
- VII. Informar, se aplicável, suas subsidiárias e responsáveis pela gestão do fundo;
- VIII. Informar, se aplicável, terceiros que prestem serviço de gestão;
- IX. Fundo deve ter seu próprio sítio eletrônico;

X. Informar endereço e pessoas de contato.

Tabela 3.4 - Índice de Transparência Linaburg-Maduell

| Ano | País | Nome do FSR | Índice Linaburg-Maduell |
|------|------------------------|--|-------------------------|
| 1996 | Noruega | Government Pension Fund-Global | 10 |
| 1974 | Singapore | Singapore, Temasek | 10 |
| 2004 | Austrália | Australia Future Fund | 10 |
| 2002 | Emirados Árabes | Mubdala Development Company | 10 |
| 1976 | EUA | Alaska Permanent Fund | 10 |
| 1999 | Azerbaijão | StateOil Fund | 10 |
| 2000 | Irlanda | Ireland, National Pensions Reserv Funds | 10 |
| 2003 | Nova Zelândia | N. Z Supperannuation Fund | 10 |
| 1984 | Emirados Árabes | International Petroleum Fund | 9 |
| 2008 | Brasil | Fundo Soberano do Brasil | 9 |
| 2005 | Coréia do Sul | Korea Investment Corporation | 9 |
| 1976 | Canadá | Alberta'sHeritage Fund | 9 |
| 1958 | EUA | New Mexico Investment | 9 |
| 2006 | Bahrain | The Future Generation | 9 |
| 1993 | China- Hong Kong | Hong Kong Monetary Authority I. P. | 8 |
| 2001 | Kazakhstan | Kazakhstan National Fund | 8 |
| 2000 | Trindade e Tobago | Heritage ad Stabilization Fund | 8 |
| 1953 | Kwait | Kwait Investment Authority | 6 |
| 1981 | Singapore | Government of Singapore Investment Corporation | 6 |
| 2005 | Timor-Leste | Timor-Leste Petrleum Fund | 6 |
| 1996 | Botswana | Bostswana, PuulaFund | 6 |
| 1976 | Emirados Árabes Unidos | Abu Dhabi Investment | 5 |
| 2008 | Rússia | National Welfare Fund | 5 |
| 2000 | China | National Social Security Fund | 5 |
| 2000 | Qatar | Qatar Investment Authority | 5 |
| 1993 | Malásia | KhazanahNasional BHD | 5 |
| 2007 | China | China Investment Corporation | 4 |
| 2006 | Emirados Árabes | Investment Corporation of Dubai | 4 |
| 2000 | México | OilRevenuesStabiliztion Fund | 4 |
| 2007 | China | China-Africa Development Fund | 4 |
| 2006 | Líbia | Libyan Investment Authority | 1 |
| 2000 | Argélia | Revenue Regulation Fund | 1 |
| 1983 | Brunei | Brunei Investment Agency | 1 |
| 2000 | Iran | OilStabilisation Fund | 1 |
| 1999 | EUA | Texas Permanent School Fund | 1 |
| 1980 | Omã | Oman Investment Fund | 1 |
| 1999 | Venezuela | FEM | 1 |
| 1956 | Kiribati | Revenue Equalization Reserve Fund | 1 |

Fonte: *Institute of Sovereign Wealth Funds.*

A Tabela 3.4 apresenta os fundos que já foram avaliados de acordo com os 10 princípios estipulados pelo ISWF. Com base nessa tabela podemos observar que somente nove fundos cumprem com todos os requisitos de transparência. Entre esses nove FSR encontram-se fundos de grande expressão em termos de ativos, como o norueguês *Government Pension Fund Globale* o *Mubdala Development Fund* dos Emirados Árabes. Considerando o parâmetro estabelecido pelo ISWF, deparamos com 16 FSR que apresentam um padrão adequado de transparência, ou seja, nota superior a oito.

O Brasil foi classificado de acordo com Índice *Linaburg-Maduell* em maio de 2012. O FSB adquiriu nota nove, sendo assim, o Brasil foi enquadrado com um FSR dentro dos padrões adequados de transparência. Dentre os requisitos acima apresentados, o FSB não cumpre com apenas um dos dez princípios, o número V (informar sobre investimentos futuros), pois o FSB está apto a comprar dólar, portanto, um anúncio sobre futuros investimentos podem gerar um efeito indesejado sobre a taxa de câmbio.

4 O Fundo Soberano do Brasil

O Fundo Soberano do Brasil foi criado em dezembro de 2008¹⁰. Segundo a lei que o criou, os seus objetivos são:

- Promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior;
- Formar poupança pública;
- Mitigar os efeitos dos ciclos econômicos;
- Fomentar projetos de interesse estratégico do País localizado no exterior.

O FSB está vinculado ao Ministério da Fazenda e a Secretaria do Tesouro Nacional é responsável por realizar suas operações e exercer os direitos inerentes aos bens integrantes do FSB.

Segundo a Lei nº 11.887, as possíveis fontes de renda do FSB são os recursos do Tesouro Nacional de acordo com orçamento anual, emissão de títulos, ações de sociedade de economia mista federal e resultado de suas aplicações financeiras. Portanto, podemos classificar o FSB com um fundo fiscal.

Os recursos do FSB podem ser aplicados em ativos internacionais de renda fixa e variável, e na compra de moedas estrangeiras. No âmbito interno o FSB pode investir mediante uma instituição financeira federal, pelo Ministério da Fazenda ou por meio da integralização de cotas do Fundo Fiscal de Investimento e Estabilidade.

Outro aspecto interessante sobre a gestão dos ativos do FSB, é que a União está autorizada a permutar com o FSB, respeitando a equivalência econômica, ativos de renda fixa (incluindo títulos da dívida pública), ativos de renda variável e moedas estrangeiras.

O FSB possui duas *benchmarks*, no exterior o parâmetro de retorno do investimento é a taxa *Libor*¹¹, já no Brasil o rendimento deve ser equivalente à TJLP¹².

A governança do FSB se dá pelo Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil (CDFSB), esse conselho foi criado em 19 de fevereiro de 2010¹³ e é composto

¹⁰ Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008.

¹¹ *Libor* (*London Interbank Offered Rate*) é a taxa cobrada pelos bancos londrinos que serve de base para empréstimos internacionais.

¹² TJLP é a Taxa de Juros de Longo Prazo fixada pelo conselho monetário.

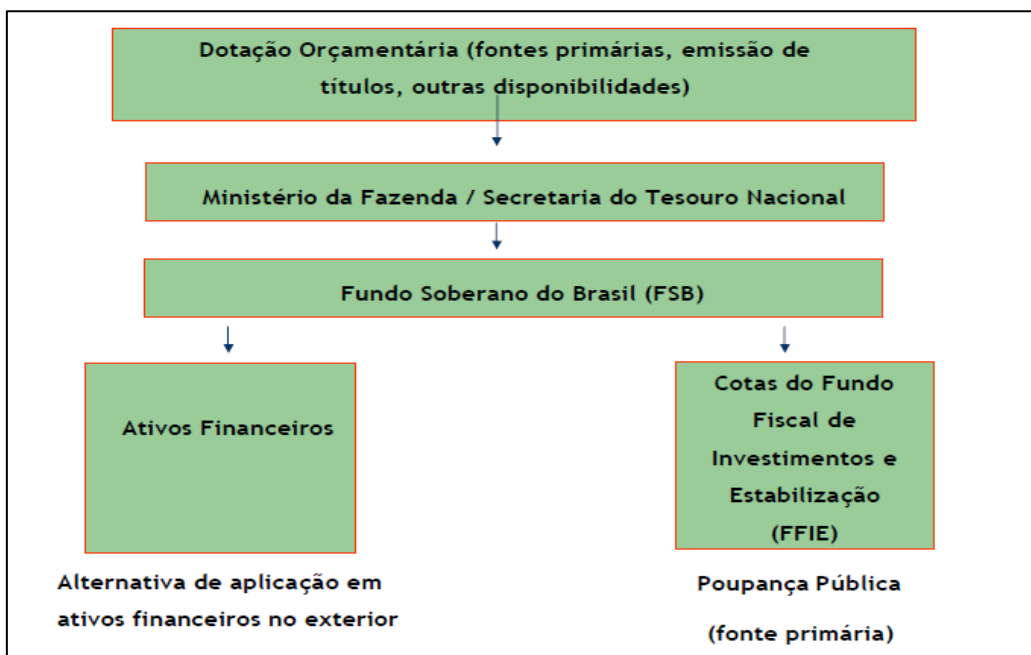
¹³ Decreto 7.113, de 19 de fevereiro de 2010.

pelo Ministro da Fazenda, ao qual cabe a presidência, pelo Ministro do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil.

O CDFSB é responsável por aprovar a forma, prazo e natureza dos investimentos do FSB; orientar aplicações e resgastes; definir os limites das aplicações por classes de ativos; aprovar projetos de interesse estratégico nacional. Em síntese, o CDFSB é responsável por definir a estratégia de investimento do FSB.

A figura abaixo demonstra o *modus operandi* do FSB. Como é possível notar na Figura 3, o FSB está subordinado ao Ministério da Fazenda e os investimentos no plano nacional são efetuados por meio Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização¹⁴ (FFIE), que consiste em um fundo privado de investimento multimercado cujo único cotista é a União, por meio do FSB. O patrimônio do FFIE não se confunde com o da União, portanto, o fundo está sujeito a direitos e obrigações próprios. O FFIE tem como finalidade a formação de poupança pública, a mitigação dos efeitos dos ciclos econômicos e o fomento de projetos de interesse nacional estratégico do País localizado no exterior. Atualmente todos ativos do FSB estão aplicados no FFIE, como será visto abaixo.

Figura 4.1 -Estrutura de operação do Fundo Soberano do Brasil



Fonte: Ministério da Fazenda

¹⁴ O FFIE é administrado pela BB Gestão de Recursos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S. A.

Um aspecto relevante do *modus operandi* do FSB é sua capacidade de comprar dólares. O CDFSB editou uma resolução¹⁵ que permite o FSB firmar convênio com o BACEN para atuar no mercado de câmbio, dessa forma, o FSB está apto a comprar ou vender moedas estrangeiras e a realizar outras operações cambiais, inclusive por meio de contratos derivativos. Segundo Arno Augustin, secretário do Tesouro Nacional, o FSB não possui limites para compra de dólares, pois é possível emitir títulos para comprar moeda estrangeira (REUTERS, 2010). A possibilidade do FSB atuar no mercado de câmbio com objetivo de regular a taxa câmbio faz desse fundo um instrumento auxiliar de política cambial.

O FSB possui mecanismos próprios de transparência, a lei que estabelece sua criação prevê a publicação semestral de demonstrações financeiras. O FSB publica relatórios trimestrais de desempenho e relatórios semestrais de gestão. Como já observado acima o FSB adquiriu pontuação 9 no índice *Linaburg-Maduell*, sendo assim, o FSB se encontra de acordo com os padrões de transparência instituído pelo ISWF.

4.1 Contexto Macroeconômico

O objetivo dessa seção é verificar as condições macroeconômicas no ano em que o FSB foi criado. De uma maneira geral, como foi visto no capítulo anterior, os fundos soberanos podem ter origem fiscal ou no excesso de reservas internacionais provenientes de superávits comerciais ou em conta capital. Considerando essas fontes de financiamento, verificaremos as reservas internacionais, o balanço de pagamentos e desempenho fiscal do governo brasileiro.

¹⁵ Resolução N° 2 do CDFSB de 12 de setembro de 2010. Disponível em: http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/download/fundo/Resolucao_CDFSB_2.pdf

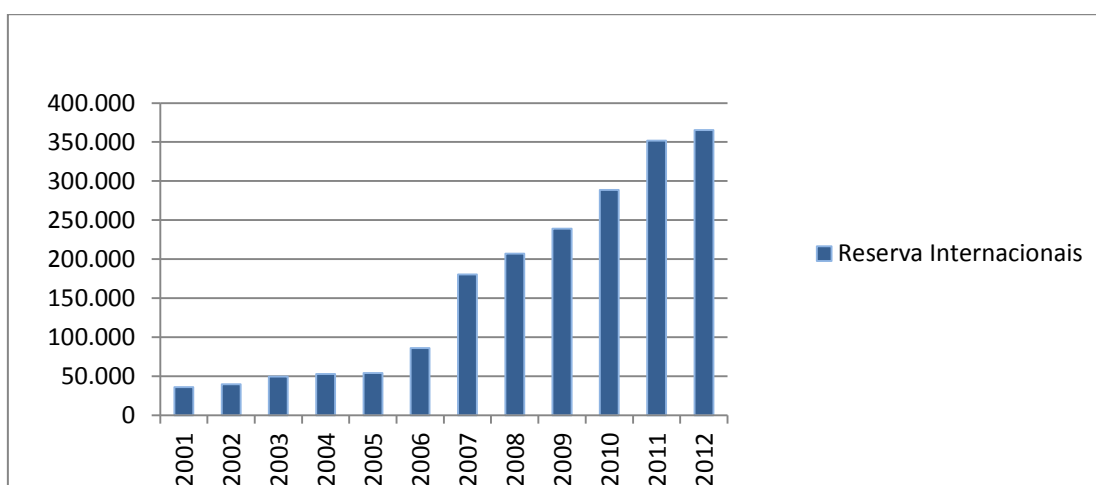
4.1.1A possibilidade de um Fundo Soberano de Riqueza Brasileiro com base nas reservas internacionais

A economia brasileira apresenta uma tendência de acúmulo de reservas internacionais, como é possível observar no Gráfico 2. O acúmulo de reservas internacionais visa reduzir a vulnerabilidade externa do país, isso acontece de forma direta, por meio da constituição de um “colchão” de liquidez em moeda estrangeira, e de forma indireta, aumentando a credibilidade do investidor estrangeiro em relação ao Brasil com a melhora dos *ratings* internacionais.

As reservas internacionais desempenham importante papel em reduzir o risco e diminuir o impacto de crises, um nível adequado de reservas pode fornecer liquidez e fornecer tempo suficiente para implantação de reformas que visem evitar o agravamento de crises.

No Brasil, a política de acúmulo de reservas internacionais teve seu início no final de 2004. Nesse momento, as condições eram favoráveis à execução dessa política de acúmulo de reservas, pois havia abundância de liquidez no mercado de câmbio à vista, oriunda de uma conjuntura internacional com os preços das *commodities* em alta, além do mais, a economia brasileira apresentou em 2004 um balanço de pagamentos superavitário com saldo positivo em conta corrente. O Gráfico 4.1 mostra a evolução das reservas internacionais no Brasil.

Gráfico 4.1 - Evolução das Reservas Internacionais do Brasil



Fonte: Modificado do Banco Central do Brasil (conceito liquidez)

De acordo com o gráfico acima, as reservas internacionais em poder do BACEN formavam um montante de US\$ 352.017 bilhões no ano em que foi criado o FSB, colocando o Brasil na nona posição no *ranking* dos maiores possuidores de reservas internacionais do mundo (BACEN, 2009). Esse montante de reservas internacionais acarreta um custo operacional para o governo brasileiro, devido às operações de esterilização. Os altos custos dessa operação estão relacionados com a diferença entre as taxas de juros do título emitido e a taxa de retorno dos títulos nos quais esse capital arrecadado vai ser investido. No caso brasileiro, em grosso modo, seria o diferencial entre a taxa Selic e a taxa de juros norte-americana, pois segundo o “Relatório de Gestão das Reservas Internacionais” de junho de 2009 do BACEN, em dezembro de 2008, 79,1% das reservas internacionais estavam alocados em títulos soberanos, nessa categoria os títulos do governo dos Estados Unidos (*Treasuries*) representam a maior parte, isto é, 70% das reservas internacionais.

Tabela 4.1 - Custos das Reservas Internacionais do Brasil

| Período | Rentabilidade (%) | Rentabilidade (R\$ Mil) |
|-------------------|-------------------|-------------------------|
| 1º Trimestre/2008 | 3,34% | 4.296.504 |
| 2º Trimestre/2008 | -11,50% | -43.876.657 |
| 3º Trimestre/2008 | 20,86% | 60.596.968 |
| 4º Trimestre/2008 | 24,44% | 100.319.817 |
| 1º Trimestre/2009 | -1,29% | -15.913.077 |
| 2º Trimestre/2009 | -17,60% | -80.171.872 |
| 3º Trimestre/2009 | -7,95% | -38.214.228 |
| 4º Trimestre/2009 | -2,12% | -15.700.800 |
| 1º Trimestre/2010 | 2,14% | 1.482.479 |
| 2º Trimestre/2010 | 1,09% | -3.375.651 |
| 3º Trimestre/2010 | -4,14% | -27.887.623 |
| 4º Trimestre/2010 | -1,77% | -18.748.925 |
| | Total | -77.193.065 |

Fonte: Barbosa (2012)

O custo das reservas internacionais exposto na Tabela 4.1 é baseado em dados publicados no Balancete de Demonstração dos Resultados do BACEN. É importante ressaltar que o resultado em reais demonstrado acima contabiliza os lucros e prejuízos

provenientes das variações cambiais (BARBOSA, 2012). Em 2008, ano em que foi criado o FSB, o resultado obtido com a manutenção das reservas internacionais foi positivo, mesmo com o resultado negativo no 2º trimestre de 2008, o resultado foi de R\$ 121.289.632 bilhões. Os lucros obtidos no ano de 2008 foi fruto das operações de venda dos títulos públicos norte-americanos que se valorizavam com o romper da crise de 2008, o montante resultante dessas operações foi alocado em títulos supranacionais. Posteriormente, o BACEN voltara a investir em títulos norte-americanos. Apesar disso, no acumulado dos três anos apresentados na tabela acima o custo de manutenção das reservas internacionais totalizou R\$ 77.193.065 bilhões.

A constituição de fundos soberanos como alternativa aos elevados custos de se manter reservas internacionais torna-se viável no momento em que essas reservas atingem um patamar acima do nível “ótimo”, isto é, o nível que garanta estabilidade cambial e segurança em períodos de crise. De acordo com o que foi visto no segundo capítulo, a Regra *Greenspan-Guidotti* que mensura a razão entre reservas internacionais e a dívida externa de curto prazo é um indicador relevante para indicar o nível adequado de reservas. Essa regra enuncia que o nível adequado de reservas internacionais seria o que cobrisse 100% da dívida externa de curto prazo. A Tabela 4.2 abaixo relaciona volume de reservas internacionais com a dívida externa de curto prazo (DECP).

Tabela 4.2 - Razão entre Reservas Internacionais (RI) e a Dívida Externa de Curto Prazo (DECP)

| Ano | RI-US\$ | DECP-US\$ | (%) |
|------|---------|-----------|---------|
| 2001 | 35.866 | 27.658 | 129,68% |
| 2002 | 39.594 | 23.395 | 169,24% |
| 2003 | 49.629 | 20.194 | 245,76% |
| 2004 | 52.935 | 18.774 | 281,96% |
| 2005 | 53.799 | 18.776 | 286,53% |
| 2006 | 85.839 | 20.323 | 422,37% |
| 2007 | 180.334 | 38.901 | 463,57% |
| 2008 | 206.806 | 36.444 | 567,46% |
| 2009 | 239.054 | 30.972 | 771,84% |
| 2010 | 288.575 | 56.450 | 511,20% |

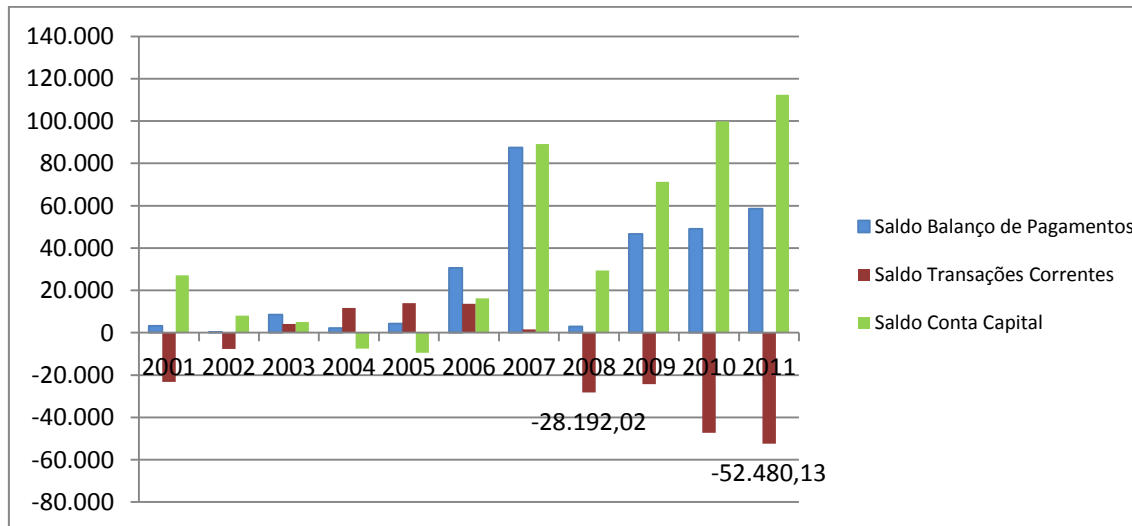
Fonte: Barbosa (2012)

Com base na Regra *Greenspan-Guidotti* é possível observar na tabela acima que o nível das reservas internacionais se encontra acima do adequado em toda a série histórica apresentada. Em 2008, ano em que foi criado o FSB, as reservas internacionais representavam mais de cinco vezes o valor da DECP, dessa forma, somando um excesso de reservas internacionais por volta de US\$ 230 bilhões.

Lu *et al* (2010) consideram que além da utilização da Regra *Greenspan-Guidotti* é necessário avaliar a origem das reservas internacionais. Essas reservas podem originar de um superávit em conta corrente ou em conta capital. A China acumula reservas com base em seus superávits em conta corrente. No caso brasileiro, o ingresso de divisas estrangeiras ocorre pela conta capital, as altas taxas de juros atraem o capital estrangeiro que passam a integrar as reservas internacionais.

O Gráfico 4.2 abaixo demonstra o desempenho do balanço de pagamentos brasileiro em que se pode constatar a natureza dos fluxos de capitais na economia brasileira.

Gráfico 4.2 - Resultado do Balanço de Pagamentos



Fonte: Elaboração própria do autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (BACEN)

Sobre o saldo do balanço de pagamentos do Brasil, o Gráfico 4.2 nos mostra que o seu resultado é positivo em toda a série histórica apresentada. Comparando o resultado do balanço de pagamentos com o desempenho das transações correntes podemos concluir que o resultado superavitário do balanço de pagamentos é devido ao

saldo positivo em conta capital. O saldo positivo nas transações correntes no período que vai de 2003 a 2007 foram motivados pela desvalorização cambial de 2002 e a crescente demanda mundial por produtos primários, dessa forma, ensejando ganhos nos termos de trocas com a alta do preço das *commodities* (BACEN, 2009).

Em 2008 o resultado se inverte, no ano em que foi criado o FSB as transações correntes fecham com um déficit de R\$ 28.192.020 bilhões, o resultado do balanço de pagamentos é superavitário em modestos R\$3 bilhões. Segundo o *Relatório Anual 2008* do BACEN, o resultado deficitário da conta-corrente “evidenciou o impacto da trajetória de expansão recente da economia brasileira sobre as taxas de crescimento das importações” (BACEN, 2009:100). Outro fator que contribuiu para o déficit em transações correntes, foi o aumento do déficit nas contas serviço e renda, em meio ao clima de incerteza gerado pela “crise dos *subprimes*”, ocorreu um aumento no volume líquido de remessas de lucros e dividendos.

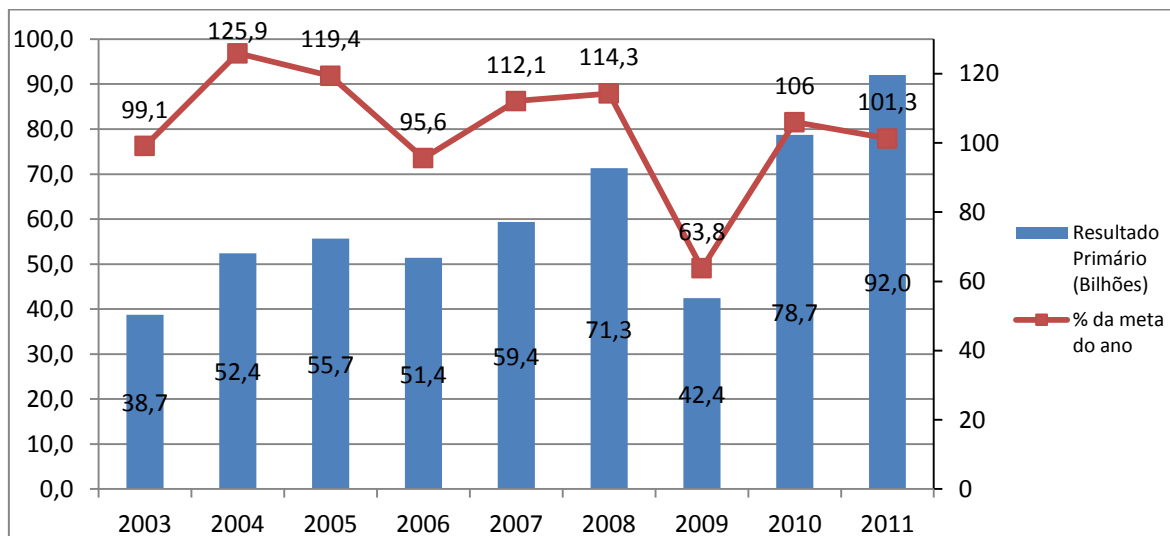
Analisando o desempenho do balanço de pagamentos, podemos observar que o ingresso de capital estrangeiro responsável pelo acúmulo de reservas internacionais ocorre pela conta capital que apresenta resultados superavitários em toda série histórica, exceto pelo ano de 2004 e 2005. Nesse sentido, a criação de um FSB com base em superávits em transações corrente, como é o caso da China, se mostra inviável. No entanto, o elevado custo oriundo da manutenção das reservas internacionais que se encontram em excesso (Regra *Greenspan-Guidotti*) demonstra que a criação de um FSB oriundo dessas reservas com objetivo de minimizar o custo de manutenção seria viável.

4.1.2 Um Fundo Soberano de Riqueza com origem fiscal

Outra fonte de renda possível de um FSR seria o superávit fiscal. Segundo Sias (2008) uma condição ideal para a criação de um FSR seria em um país que apresentasse “superávits gêmeos”, isto é, superávits tanto em conta corrente quanto fiscal. De acordo com o que foi visto acima, sabe-se que o Brasil não apresenta superávits consolidados em conta corrente, dessa forma, excluindo a possibilidade de “superávits gêmeos”. A economia brasileira na última década apresentou constantes superávits primários. O

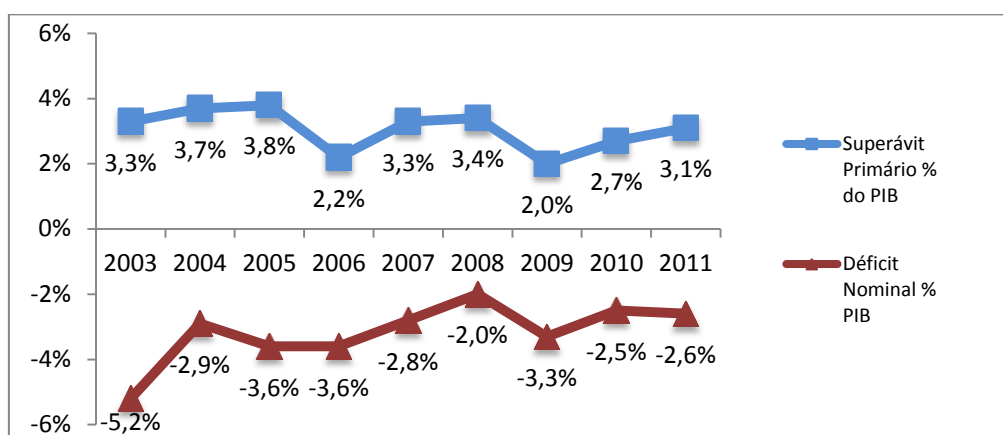
Gráfico 4.3 mostra o resultado primário e a porcentagem da meta de superávit primário que foi cumprida.

Gráfico 4.3 - Cumprimento da Meta de Resultado Primário do Governo Central



Fonte: Ministério da Fazenda (2012b)

Com base no Gráfico 4.3, podemos observar uma tendência de crescimento do resultado primário, atingindo em 2008 a marca de R\$ 71,4 bilhões. Vale notar que durante o período descrito nesse gráfico apenas três anos apresentaram um superávit primário abaixo da meta, são eles os anos de 2003, 2006 e 2009. Entretanto, somente no ano de 2009 ocorre uma arrecadação bem abaixo da meta, atingindo 63,8% do planejado, um dos motivos para isso ter ocorrido foi a política fiscal empreendida pelo governo para combater a crise de 2008, através da redução de impostos que visou estimular a demanda interna. Apesar de no ano de 2008 o superávit primário ter produzido um excedente de 15% em relação à meta, fato que possibilitou a capitalização do FSB como será visto abaixo, esse movimento não se repete nos anos seguintes. Nesse sentido, o excedente alcançado em 2008 não apresenta uma fonte de renda sustentável para criação de um FSR. No entanto, para analisar de forma consistente a capacidade da economia brasileira de gerar superávit fiscal para a criação de um FSR, devemos observar o resultado nominal das contas do governo, ou seja, o resultado primário menos os juros da dívida que está representado no gráfico abaixo.

Gráfico 4.4 - Resultado Primário e Nominal das Contas do Governo Brasileiro

Fonte: Ministério da Fazenda (2012b)

O Gráfico 4.4 compara o resultado primário com o nominal, com base nesse gráfico podemos observar que os resultados primários e nominais são opostos, sendo o primeiro superavitário e o segundo deficitário. Apesar de o resultado nominal ser deficitário, ele apresenta uma tendência de queda. Em 2008 o resultado nominal apresentou o menor valor da série histórica, atingindo um saldo negativo de 2% do PIB. Como o resultado nominal demonstra de maneira mais apurada a necessidade de financiamento do governo, considerar a criação de um FSR em uma economia que apresenta sucessivos déficits nominais nos leva a atentar para o custo de oportunidade entre capitalizar um FSR e reduzir a dívida soberana. Além disso, um fundo soberano constituído a partir da emissão de títulos envolve “custos de captação” que devem ser ponderados.

4.2 Capitalização

A capitalização do FSB ocorreu por meio da emissão de títulos soberanos, entretanto, houve um debate sobre qual deveria ser a origem desses recursos. Como já visto acima, o Brasil possui grande quantidade de reservas internacionais (R\$206.806 bilhões 12/2008) que poderiam, em partes, servir como fonte de recursos para a capitalização do FSB. Entretanto, a opção foi descartada. Em reportagem para o Valor

Online, no dia 28/05/2008, Rodrigues relata que o presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, teria afirmado que o BACEN estava dando suporte técnico ao Ministério da Fazenda “para que se constitua [o FSB] dentro das melhores técnicas possíveis como, por exemplo, não usar parte das reservas internacionais”. O presidente do BACEN argumentou que as reservas internacionais são importantes para defender o país em tempo de crise e que junto com outros indicadores macroeconômicos, elas contribuem para redução do custo de financiamento tanto do governo quanto do setor privado. E reiterou que o FSB “terá origem de recursos fiscais”.

O desempenho fiscal do governo no ano de 2008 havia superado a meta estabelecida pelo governo. De acordo com o gráfico 4.4, o governo obteve um superávit primário 14% maior do que o planejado. Tendo em vista esse “recurso extra”, o governo enviou um projeto de lei que visava disponibilizar 15 bilhões do superávit primário para capitalizar o FSB e argumentou que o uso desse dinheiro não prejudicaria o desempenho das finanças públicas.

A capitalização do FSB gerou discussão entre governo e oposição no Congresso. Por fim, a oposição não votou o projeto de lei que realocaria R\$15 bilhões do orçamento da União para o FSB.

Diante desse impasse, o governo recorreu à emissão de títulos para capitalizar o FSB. Segundo o secretário-adjunto do Tesouro Nacional, Cleber Oliveira, a capitalização via emissão de títulos foi uma “opção técnica”(RODRIGUES, 2008). O governo ao não conseguir aprovar o projeto de lei que liberaria o dinheiro do orçamento para o FSB, optou por canalizar esse capital para o FSB por meio da emissão de títulos¹⁶, pois considerando que o superávit primário estava acima da meta, após o pagamento dos juros da dívida, o restante seria usado para quitar parte da dívida pública, sendo assim, o governo optou pela emissão de títulos para redirecionar parte do superávit primário em excesso para o FSB. Em síntese, o governo teve que se endividar, às pressas, para ter acesso ao excedente do superávit primário antes que acabasse o ano fiscal de 2008 e o excedente da meta de superávit fosse usado para abater a dívida pública.

¹⁶Vale notar que a capitalização do FSB por meio da emissão de títulos não estava prevista na Lei nº 11.887 que estabeleceu o mesmo, isto foi corrigido por meio de uma medida provisória que foi publicada no Diário da União na mesma data da publicação da lei (24/12/2008).

Como é possível observar na Tabela 4.3, a emissão de títulos totalizou o valor de R\$14,2 bilhões. Segundo o Secretário-adjunto do Tesouro Nacional, Arno Augustin, a emissão de títulos seguiu o perfil da dívida pública, tanto em tipos de papéis quanto em relação aos prazos, para não prejudicar as metas de endividamento do Tesouro. Dentre os papéis selecionados, as Notas do Tesouro Nacional tipo “F” (NTN-F) e as Letras do Tesouro Nacional (LTN) são títulos com rendimento prefixado. Já os títulos, Nota do Tesouro Nacional tipo “B”(NTN-B) e Letra Financeira do Tesouro (LFT) são pós-fixados, sendo o primeiro atrelado ao IPCA e o segundo à taxa SELIC. Além disso, Augustin acrescentou que no curto prazo, “o objetivo do Fundo Soberano é compor uma reserva de [superávit] primário aplicada em títulos, que poderá ser usada em momentos de crise” (MÁXIMO, 2008).

Tabela 4.3 - Títulos emitidos para a capitalização do Fundo Soberano do Brasil

| TÍTULO | EMIÇÃO | VENCIMENTO | QUANTIDADE | PU(R\$) | FINANCEIRO(R\$) |
|---------------|---------------|-------------------|-------------------|----------------|--------------------------|
| LTN | 30/12/2008 | 01/01/2011 | 4.000.001 | 792,882554 | 3.171.531.008,88 |
| NTN-B | 30/12/2008 | 15/08/2012 | 1.151.372 | 1.721,375569 | 1.981.943.631,63 |
| NTN-B | 30/12/2008 | 15/05/2013 | 600.000 | 1.666,436680 | 999.862.008,00 |
| NTN-B | 30/12/2008 | 15/08/2024 | 650.000 | 1.602,821817 | 1.041.834.181,05 |
| NTN-B | 30/12/2008 | 15/05/2035 | 600.000 | 1.517,669134 | 910.601.480,40 |
| NTN-F | 30/12/2008 | 01/01/2012 | 1.000.000 | 986,592917 | 986.592.917,00 |
| NTN-F | 30/12/2008 | 01/01/2013 | 1.100.000 | 958,441787 | 1.054.285.965,70 |
| LFT | 30/12/2008 | 07/09/2010 | 800.000 | 3.724,852023 | 2.979.881.618,40 |
| LFT | 30/12/2008 | 16/03/2011 | 300.000 | 3.724,889271 | 1.117.466.781,30 |
| TOTAL | | | 10.201.373 | | 14.243.999.592,36 |

Fonte: PORTARIA Nº 736, DE 30 DE DEZEMBRO DE 2008.

Um olhar mais atento sobre o processo de capitalização do FSB nos mostra que a estratégia escolhida pelo governo pode acarretar custos para o orçamento público. A capitalização do FSB por meio da emissão de títulos consiste no endividamento do governo com o seu próprio fundo de investimento, dessa forma, parte do superávit primário é deslocado do orçamento público para remunerar os títulos em posse do FSB, fato que caracteriza um cancelamento simultâneo entre um passivo e um ativo nas contas do governo. Entretanto, no momento em que o FSB vende os títulos, como o fez, a dívida pública fica em poder do setor privado, dessa forma, acarretando custos para o tesouro nacional, pois as despesas primárias com esses títulos não encontram contrapartida em outra conta da União.

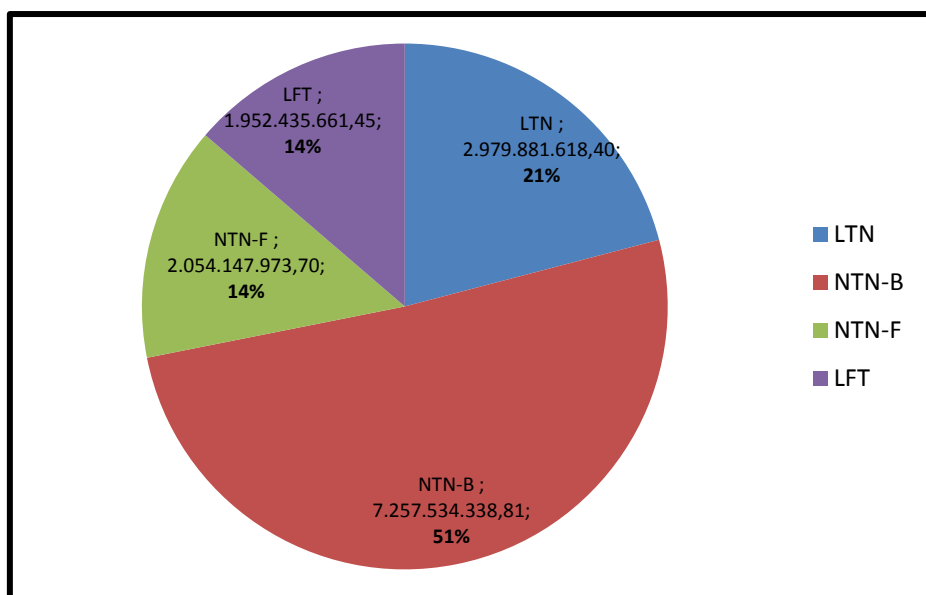
O processo de “alavancagem” por meio da emissão de títulos só teria uma lógica financeira se os ativos nos quais fosse investido o capital oriundo da venda desses títulos rendesse mais do que os juros pagos pelo serviço da dívida, dessa forma, gerando um lucro para as contas públicas.

A capitalização do FSB por meio da emissão de títulos da dívida pública representou uma “opção técnica” que concedeu ao FSB a posição de formador de poupança primária, pois com a possibilidade do FSB possuir títulos da dívida pública em sua carteira tornou-se possível a canalização de recursos primários para o FSB.

4.4 Carteira de Investimento

Os títulos emitidos em 30 de dezembro de 2008 pelo Tesouro Nacional para capitalizar o FSB foram alocados diretamente no FFIE, fundo no qual o único cotista é o FSB. A composição da carteira de investimento do FFIE pode ser observada no Gráfico 4.5.

Gráfico 4.5 - Composição Inicial da Carteira do FFIE (Dezembro/2008)



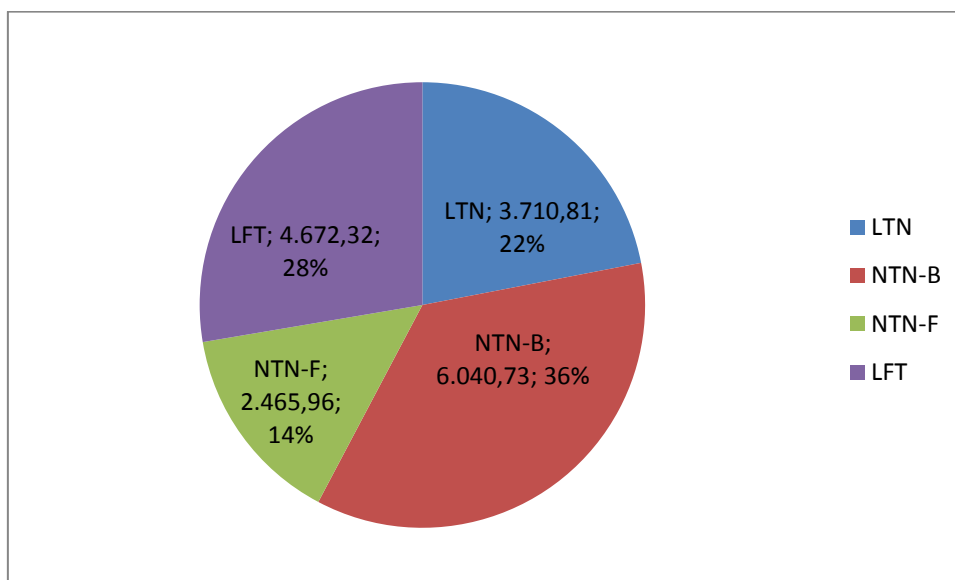
Fonte: Elaboração própria do autor com base nos dados do Ministério da Fazenda (2009)

De acordo com o que foi dito acima, a emissão de títulos seguiu o perfil da dívida pública nacional, sendo assim, a composição inicial da carteira FFIE é reflexo da política de endividamento do governo e não resultado de uma estratégia de investimento definida pelo Conselho Deliberativo do FSB.

A composição da carteira do FFIE permaneceu a mesma durante seu primeiro ano fiscal, 2009, pois a regulamentação do *modus operandi* do FSB só ocorreu em dezembro desse ano¹⁷. Nesse período o FFIE obteve uma taxa acumulada de rentabilidade de 14,77%, o patrimônio líquido do FFIE passou de R\$14.243.999.592,36 para R\$16.348.064.510, o rendimento foi maior que o do *benchmark* TJLP que no mesmo período gerou uma taxa acumulada de 6,12%.

Durante o primeiro trimestre de 2010 o FFIE não modificou sua diretriz de investimento, nesse período ocorreu apenas a incorporação de Notas do Tesouro Nacional do tipo “B” e “F”, as compras dos títulos foram efetuadas através dos cupons gerados pelos títulos que já faziam parte da carteira. O montante reinvestido, mediante os cupons gerados, foi de R\$ 227.553.809,45. No final do primeiro trimestre de 2010 a carteira do fundo contabilizou R\$ 16.895.825.587,29 em ativos. Isso representou uma rentabilidade de 3,35% no trimestre.

Gráfico 4.6 - Composição da Carteira do FFIE em 31/03/2010



Fonte: Elaboração própria do autor com base nos dados do Ministério da Fazenda (2009)

¹⁷ Decreto 7055 – 28 de dezembro de 2009.

O Gráfico 4.6 demonstra a composição da carteira do FFIE em 31/03/2010, comparando a composição nesta data com a inicial, notamos um aumento percentual de títulos do tipo LFT, passando de 14%, em janeiro de 2009, para 28%, em março de 2010. De fato, o FSB exerceu sua função de formar “poupança primária”, pois o ônus que o Tesouro Nacional teve ao pagar os serviços da dívida foi direcionado ao FSB. A “poupança primária” é formada através do endividamento do Estado com ele mesmo, ou seja, do Tesouro Nacional com o Fundo Soberano do Brasil, dessa forma, transferindo parte do superávit primário para o FSB por meio da emissão de títulos e sua consequente remuneração.

No segundo trimestre de 2010 o FFIE acrescentou outro tipo de ativo à sua carteira, as operações compromissadas¹⁸ com o Banco Central do Brasil. A compra desse ativo decorreu da venda e do vencimento dos títulos do tipo Letra Financeira do Tesouro (LFT), o valor nominal dos títulos vendidos ou trocados foi de R\$ 1.724.616.698,75. Já o montante de operações compromissadas incorporado à carteira do FFIE foi de R\$ 1.746.829.271,29. Segundo o Relatório de Gestão do FSB(2010b), a compra de operações compromissadas durante o segundo trimestre de 2010 visou a participação do FSB no processo de capitalização do Banco do Brasil que ocorreu em julho de 2010. Nesse período os ativos do FFIE registrou um rendimento de 1,99%, o patrimônio líquido do fundo contabilizou R\$ 16.895.825.587,29 em 31/03/2010.

Durante o terceiro trimestre de 2010 ocorreu uma mudança substancial na carteira do FFIE, os títulos da dívida pública foram vendidos na sua quase totalidade, tanto os títulos do tipo Letra Financeira do Tesouro (LFT) quanto as Notas do Tesouro Nacional (NTN) foram todos vendidos, sobrando apenas a quantia de R\$ 974,52 em Letras do Tesouro Nacional (LTN). A maior parte do capital do FFIE foi utilizada na capitalização de duas companhias abertas controladas pela União, o Banco do Brasil e a Petrobras.

O FSB desempenhou papel relevante na capitalização em que o Banco do Brasil operou em julho de 2010. O processo de capitalização rendeu ao Banco do Brasil um total de R\$9,76 bilhões. O FSB por meio do FFIE comprou R\$ 62,5 milhões de ações do Banco do Brasil S/A (BBAS3 ON) no dia 1º de julho de 2010. As ações ordinárias foram vendidas por R\$ 24,65, sendo assim, o FSB adquiriu R\$2.008.125,00 bilhões em ações do Banco do Brasil, sendo responsável por 20% do montante capitalizado pelo

¹⁸ As operações compromissadas são operações de venda de títulos com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, concomitante com compromisso de revenda assumido pelo comprador.

Banco do Brasil. O processo de capitalização foi feito com intuito de adequar o Banco do Brasil às regras do Novo Mercado¹⁹.

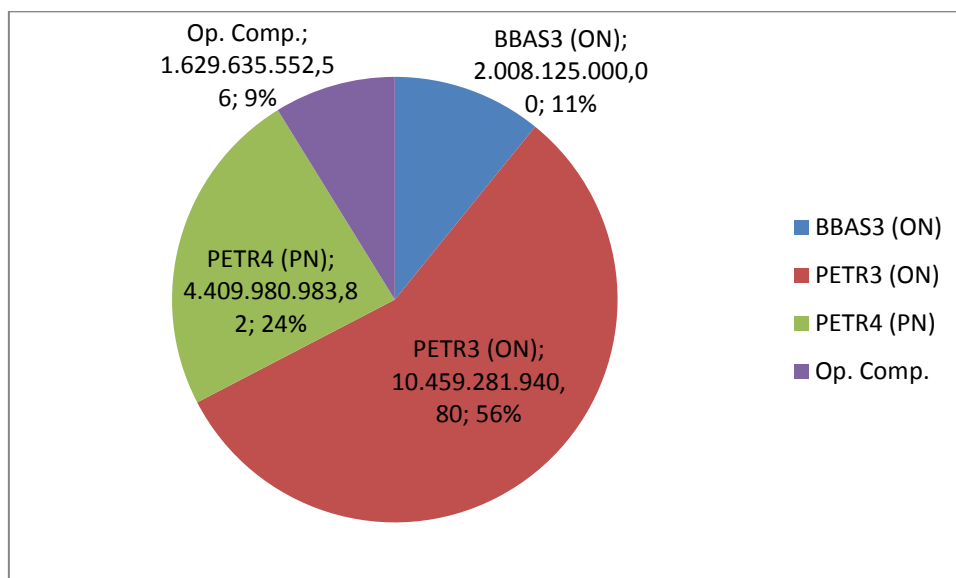
O FSB participou também do processo de capitalização da Petrobras que foi considerada a maior da história com um total de R\$ 120,36 bilhões (no câmbio da data, o montante em dólares ficou em torno de US\$70 bilhões²⁰). O processo de capitalização visou arrecadar fundos para investimentos na exploração da camada pré-sal. O FSB comprou um total de 505,6 milhões de ações da Petrobras, sendo 344 milhões ordinárias e 161,6 milhões preferenciais, o valor de venda das ações por unidade foi, respectivamente, de R\$29,65(10/09/2010) e R\$26,30(24/09/2010). O montante investido pelo FFIE em ações da Petrobras totalizou R\$ 14.869.262.925, sendo assim, o FSB foi responsável por aproximadamente 12% do total arrecadado na operação de capitalização que ocorreu em setembro de 2010.

A participação do FSB na capitalização de duas empresas de economia mista confere a esse fundo características de um investidor ativo-estratégico. Conforme a classificação elaborada por Klitzing *et al* (2010), fundos com perfil ativo-estratégico tendem a concentrar seus investimentos em ações e visam participação ativa nos conselhos das empresas em que investem. Essas características se tornam evidentes no momento em que o FSB optou pela expressiva participação na capitalização das duas empresas de economia mista, sobretudo da Petrobras. A opção por ações ordinárias que conferem direito a voto denotam o perfil ativo do FSB. No caso da Petrobras nota-se que há participação de membros do CDFSB (Ministro da Fazenda, Guido Mantega e a Ministra do Planejamento, Miriam Belchior) no Conselho Administrativo dessa empresa.

No final do terceiro trimestre de 2010 a carteira do FFIE contabilizou um patrimônio líquido de R\$18.507.080.122,27, apresentando um rendimento trimestral de 7,48%. O gráfico 4.7 mostra a posição da carteira do FFIE em 30/09/2010. De acordo com o gráfico podemos notar forte concentração em ações da Petrobras, totalizando 80% dos ativos da carteira.

¹⁹ O Novo Mercado é um segmento especial de listagem de empresas com capital aberto que se comprometem com padrões de governanças em adição aos existentes na legislação presente. A adesão de empresas ao Novo Mercado ocorre por meio de um contrato entre a empresa, seus controladores, administradores e a BM&FBOVESPA.

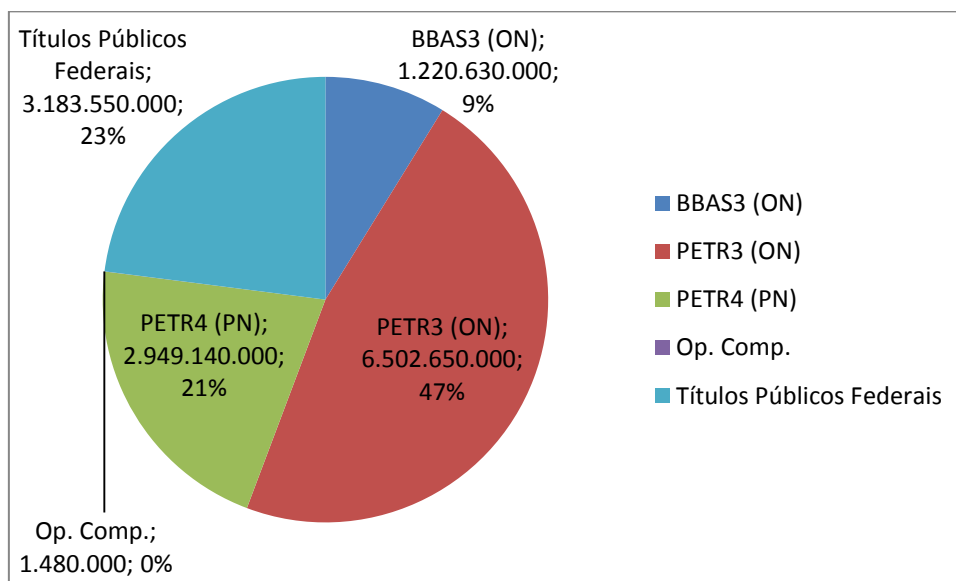
²⁰ Antes da Petrobras a maior capitalização da história tinha sido a da NTT, empresa japonesa que arrecadou US\$ 36,8 bilhões.

Gráfico 4.7 - Composição da Carteira do FFIE em 30/09/2010

Fonte: Elaboração própria do autor com base nos dados do Ministério da Fazenda (2010)

Após o processo de capitalização do Banco do Brasil e da Petrobras não houve mudança nos ativos que integram a carteira do FFIE até o final do ano de 2011, cerca de 90% dos investimentos ficaram concentrados em ativos de renda variável, 80% em ações da Petrobras e 10% em ações do Banco do Brasil. Os outros 10% permaneceram aplicados em operações compromissadas com Banco Central do Brasil. Dessa forma, a rentabilidade do FFIE ficou, em grande parte, vinculada à variação dos preços das ações BBAS3(ON), PTR3(ON) e PETR4(PN).

Ainda no último trimestre de 2010, o FFIE conseguiu uma rentabilidade positiva de 1,31%. Em seu segundo ano fiscal o FSB fechou com o patrimônio líquido de R\$ 18.763.738.978,76, em 31/12/2011, o que representou uma valorização anual de 14,77%. No primeiro semestre de 2012 o FFIE alterou a composição de sua carteira de investimentos, houve o aumento da participação de títulos da dívida indexados ao índice de preço e com remuneração prefixada. Essa operação foi efetuada com a finalidade de adequar o Fundo às diretrizes do Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública Federal para 2012. O montante aplicado em operações compromissadas foi reduzido, deixando somente o suficiente para o FFIE cumprir com suas obrigações operacionais. O capital oriundo dessa operação foi aplicado em títulos federais. O Gráfico 10 demonstra a composição da carteira do FFIE em 30/06/2012.

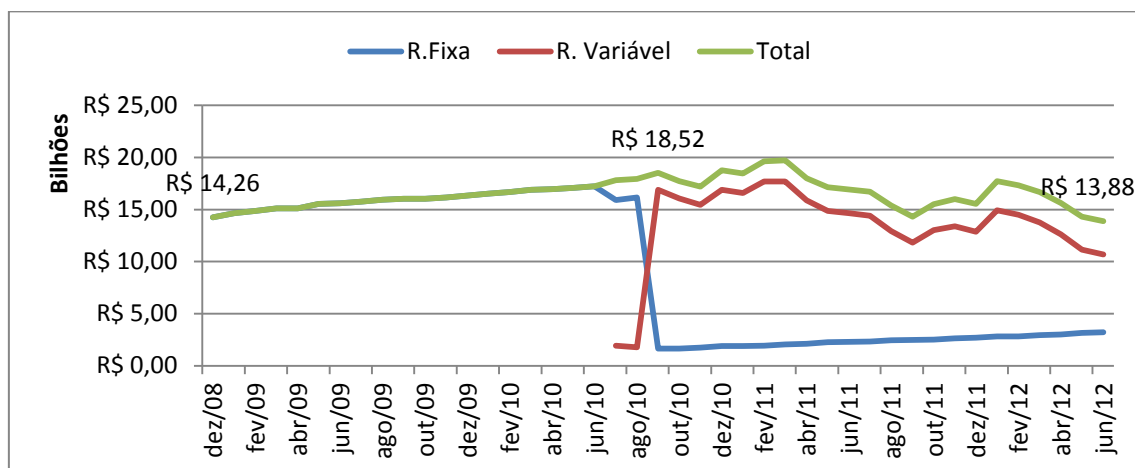
Gráfico 4.8 - Composição da Carteira do FFIE em 30/06/2012

Fonte: Elaboração própria do autor com base nos dados do Ministério da Fazenda (2012a)

O Gráfico 4.8 demonstra uma redução da participação dos ativos de renda variável. Essa redução é produto da desvalorização das ações e das aquisições de títulos governamentais que se originaram da venda das operações compromissadas e dos juros e dividendos oriundos das ações (R\$ 304,78 milhões). Segundo o Relatório de Administração: 1º Semestre de 2012, o FFIE obteve rentabilidade acumulada no primeiro semestre de 2012 de -10,75%. Essa redução está associada, em partes, ao desempenho negativo da carteira de renda variável em 17,06%

A compra de títulos do governo pelo FFIE permitiu ao FSB retornar ao seu papel de formador de poupança primária. Além do mais, evidenciou o perfil estratégico do FSB que ao investir em títulos públicos de acordo com as diretrizes traçadas pelo Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública, o FSB não considerou apenas o retorno esperado, mas também trabalhar em consonância com o Ministério da Fazenda em relação ao endividamento público.

Gráfico 4.9 - Evolução da carteira do FFIE



Fonte: Elaboração própria do autor com base nos dados do Ministério da Fazenda (2012a)

O Gráfico 4.9 apresenta a evolução do FSB, desde a sua criação, em dezembro de 2008, até junho de 2012, em que o FSB obteve um rendimento negativo de 2,68%, o que significa uma perda de R\$ 382.645.742,26. Ainda com base no gráfico é possível perceber que durante o período que se estende de dezembro de 2008 a junho de 2010 o FFIE manteve todos seus investimentos em aplicações de renda fixa, nesse período o FFIE desempenhou seu papel de formador de poupança primária através da remuneração dos títulos públicos. É válido ressaltar que com a venda dos títulos da dívida e a inclusão de ações no portfólio do FFIE em setembro de 2010, o FSB deixou de formar poupança primária e os títulos passaram a gerar ônus para o erário público. Nesse sentido, o custo de capitalização do FSB passou a ser contabilizado sem nenhuma contrapartida nas contas públicas. Do ponto de vista financeiro, o custo de capitalização do FSB deveria ser compensado pelo retorno dos ativos em que o FSB investiu. No entanto, o desempenho negativo de setembro de 2010 a junho de 2012 representa um prejuízo de mais de R\$4 bilhões de reais, sendo assim, a venda de títulos para compra de ações que tiverem rendimentos negativos representam um “custo de carregamento”. De forma análoga ao que acontece com as reservas internacionais, a liquidez disponibilizada ao governo pelo FSB tem um custo de manutenção.

Conclusão

A hierarquia vigente entre as divisas no atual sistema monetário internacional faz com que os países não emissores de moedas conversíveis acumulem elevadas quantias de reservas internacionais a fim de realizar suas transações com o resto do mundo. Tendo em vista o alto custo de manutenção dessas reservas, os fundos soberanos de riqueza figuram como uma alternativa a esses custos ao possibilitarem estratégias de investimento que visem um retorno maior.

Apesar dos FSR, em geral, serem constituídos a partir do acúmulo de reservas internacionais, seja por meio de superávits em conta corrente; seja pelo grande influxo de moeda estrangeira via conta capital. Esses fundos de investimento em posse dos Estados podem ter origem fiscal, isto é, os FSR podem se capitalizarem a partir de superávits fiscais ou do endividamento soberano.

O Fundo Soberano do Brasil que possui origem fiscal é fruto do endividamento do governo. Como foi visto, a ideia inicial do governo brasileiro era capitalizar o FSB utilizando recursos arrecadados acima da meta do superávit fiscal do ano de 2008. No entanto, entraves políticos não permitiram que isso acontecesse, a oposição não votou o projeto de lei que autorizava a utilização desse recurso excedente para capitalização do FSB. Diante disso, a alternativa escolhida para capitalizar o FSB foi a emissão de títulos.

O fato do FSB ter a possibilidade de se financiar por meio da emissão de títulos confere a esse fundo a capacidade de formar poupança primária, isto é, o FSB está apto a canalizar recursos do superávit primário para sua conta por meio da emissão de títulos e sua respectiva remuneração.

Outra consequência da capitalização do FSB via emissão de títulos é o custo de manutenção que esse tipo de capitalização conferido ao FSB. Ao emitir títulos para integralizar o portfólio do FSB, o governo abre uma via para abastecer o FSB com recursos primários, dessa forma, o custo oriundo da remuneração dos títulos da dívida pública sai do orçamento do governo para integrar outra conta do governo, o FSB. Sendo assim, ocorre um cancelamento simultâneo entre um ativo e um passivo. No entanto, quando o governo se desfaz desses títulos para buscar outros investimentos, os gastos efetuados com a remuneração desses títulos não encontram contrapartida em outra conta do governo. Nesse sentido, há um custo de capitalização do FSB que

consiste nos juros a serem pagos pela emissão dos títulos. De forma análoga ao que acontece com as reservas internacionais que devem ser enxugadas da base monetária por meio de operações de esterilização, o FSB possui um “custo de manutenção” que consiste no diferencial dos juros gastos com o serviço da dívida e o retorno dos ativos em posse do FSB.

De acordo com a classificação elaborada por Klitzing *et al* (2010) o FSB se enquadra no perfil ativo-estratégico. O caráter ativo de um FSR é definido pela alocação de seus recursos em ações de empresas visando a participação de membros do FSR nos conselhos administrativos. No caso do FSB, seu caráter ativo é representado pela alocação de seus recursos em ações da Petrobras, pois tanto o Conselho Administrativo da Petrobras quanto o Conselho Deliberativo do FSB tem o Ministro da Fazenda como presidente. O perfil estratégico do FSB está enunciado em seus objetivos, por exemplo, incentivar a internacionalização de empresas brasileiras por meio da compra de ações dessas empresas no exterior. Além disso, a própria prática de investimento do FSB demonstra seu caráter estratégico, como foi visto o FSB participou de forma expressiva nos processos de capitalização da Petrobras e do Banco do Brasil. Outra prática de investimento que demonstra o caráter estratégico do FSB é a alocação de seus títulos da dívida pública em consonância com a política de endividamento do governo.

O desempenho negativo da carteira de investimentos do FSB demonstra uma deterioração dos recursos públicos. Sendo assim, tanto as estratégias de capitalização quanto de investimento se mostraram custosas aos cofres públicos, nesse sentido, o FSB parece priorizar interesses estratégicos que não correspondem necessariamente a uma lógica financeira.

Apesar do custo de capitalização e de seu desempenho negativo, o FSB consiste em um relevante instrumento de política econômica. A possibilidade do FSB atuar no mercado de câmbio faz desse fundo um instrumento de política cambial. O FSB pode comprar dólares e investi-los no mercado externo, dessa forma, evitando uma apreciação cambial. Em um horizonte de longo prazo, com as descobertas de novas reservas de petróleo na costa brasileira e a exploração das reservas do Pré-sal, o FSB pode atuar no mercado de câmbio para reverter os efeitos nocivos do grande influxo de dólares provenientes da venda de petróleo, isto é, o FSB poderá mitigar os efeitos da “doença holandesa”.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARIENTI, P. ; ZIEMATH, G. **Os Fundos de Riqueza Soberana e o papel do dólar no sistema monetário internacional.** *Revista Oikos*, v.10, n 2, pp 196-214. 2011.

AUER, J.; OLIVER R. **Commodity boom: More than just a risk for German Industry** –Deutsche Bank Research, September 20, 2011. Disponível em: http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000278658/Commodity+boom%3A+More+than+just+risk+for+German+industry.PDF Acesso em: 10/11/2011

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Gestão de Reservas Internacionais.** Brasília, 2009.

BARBOSA, P. **Estudo Sobre as Reservas Internacionais do Brasil.** Florianópolis: UFSC, 2012.

BELL, S.A. **The Role of the State and the Hierarchy of Money**, *Cambridge Journal of Economics*, v. 25, nº2, pp. 149-163. 2001

BOSSU, W. ; EZEJIOFOR, O. ; LARYEA, T. ; LIU, Y. “Legal Underpinnings of Capital Account Liberalization for Sovereign Wealth Funds” .in: DAS, U.; Mazarei, A.; HOORN, H. **Economic of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers.** Washington: International Monetary Fund, 2010.

BRESSER, L. C.; Gala, P. **Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento.** *Revista de Economia Política*, vol.30, nº4, pp. 663-686, 2010.

CAPARICA, Rodrigo Ferreira de C. **O Papel dos Fundos Soberanos na Economia Mundial**, Rio de Janeiro: FGV, 2010.

CINTRA, M.; PRATES, D. **Keynes e a Hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil.** Campinas, SP: Unicamp (ISSN 0103-9466). Texto para Discussão. IE/UNICAMP n.137 2007. 31p.

DAS, U. ; MAZAREI A. ; STUART A. “ Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles”. in: DAS, U.; Mazarei, A.; HOORN, H. **Economic of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers.** Washington: International Monetary Fund, 2010.

FILGUEIRAS, L. **Historia do Plano Real.** 1ed. Boitempo Editorial. São Paulo, novembro de 2000.

FLOOD, R. e N.P. MARION **Holding International Reserves in era of high capital mobility.** In:Collins, S.M. e D. Rodruk (eds) *Brooking trade forum.* *Brookings Institution Press*, Washington, DC. 2001

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Sovereign Wealth Funds – A Working Agenda.** Washington 29de fevereiro de 2008.

HUNT, E. K. **História do Pensamento Econômico: Uma Perspectiva Crítica.** 2ª ed. Elsevier. Rio de Janeiro, 2005.

KLITZING, E. ; LIN, D. ;LUND, S. ; NORDIN, L. “Demystifying Sovereign Wealth Funds”. in: DAS, U.; Mazarei, A.; HOORN, H. **Economic of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers**. Washington: International Monetary Fund, 2010.

KUNZEL, P. ; LU Y. ; PETROVA I.; PIHLMAN, J. “Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds: A Shifting Paradigm”. in: DAS, U.; Mazarei, A.; HOORN, H. **Economic of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers**. Washington: International Monetary Fund, 2010.

LU, Y., MULDER C., PAPAIONNOU M. “From Reserves Accumulation to Sovereign Wealth Fund: Policy and Macrofinancial Considerations”. in: DAS, U.; Mazarei, A.; HOORN, H. **Economic of Sovereign Wealth Funds: Issues for Policymakers**. Washington: International Monetary Fund, 2010.

MCWILLIAMS, W. C.; PIOTROWSKI, Harry **The World Since 1945: A History of International Relations**. 7ª ed. London: Rienner, 2009.

MINISTÉRIO DA FAZENDA, **Fundo Soberano do Brasil: Relatório de Desempenho**. Brasília, 2009. Disponível em: http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/leg_trans.asp
Acesso em: 05/01/2013

MINISTÉRIO DA FAZENDA, **Fundo Soberano do Brasil: Relatório de Desempenho**. Brasília, 2010. Disponível em: http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/leg_trans.asp
Acesso em: 05/01/2013

MINISTÉRIO DA FAZENDA, **Fundo Soberano do Brasil: Relatório de Desempenho**. Brasília, 2011. Disponível em: http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/leg_trans.asp
Acesso em: 05/01/2013

MINISTÉRIO DA FAZENDA, **Fundo Soberano do Brasil: Relatório de Desempenho**. Brasília, 2012a. Disponível em: http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/leg_trans.asp
Acesso em: 05/01/2013

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Economia Brasileira em Perspectiva**. 14ª Ed. Fevereiro 2012b. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/docs/perspectiva-economia-brasileira/edicoes/Economia-Brasileira-Em-Perspectiva-14Ed.EspecialFev2012.pdf> Acesso em: 08/10/2011

PUEL, Jean-Marc **Les fonds Souverains: Instruments Financiers ou Armes Politiques?** 1ª ed. Paris: Autrement, 2009.

REUTERS **Compra de dólar por fundo soberano não terá teto, diz Tesouro**. Folha de São Paulo. Online. 2010. Disponível em :
<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u676494.shtml>

RODRIGUES, A.. **Governo faz manobra para conseguir injetar R\$ 14,2 bi no FSB.** Valor online. 2008. Disponível em: <http://www.valor.com.br/arquivo/605601/governo-faz-manobra-para-conseguir-injetar-r-142-bi-no-fsb> Acesso em: 07/10/2011

RODRIGUES, A. **Governo Destina R\$ 14,244 bi em Títulos Públicos para Fundo Soberano.** Valor online. 2009. Disponível em: <http://www.valor.com.br/arquivo/605827/governo-destina-r-14244-bi-em-titulos-publicos-para-fundo-soberano> Acesso em: 07/10/2011

ROSSI, Pedro. **A pirâmide e a esfinge: estudo sobre a hierarquia das divisas e a conversibilidade da moeda.** In: I Encontro internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2008, Campinas.

SIAS, R. **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. 2008.

SIMAS, A. **Determinantes dos Fundos Soberanos de Investimentos e o Caso Brasileiro,** *Revista Tempo do Mundo*, Vol.3, n.2, pp. 111-140. Brasília, agosto. 2011.

SOVEREIGN WEALTH FUNDS INSTITUTE. **Classificação dos Fundos Soberanos.** On-line. Disponível em: <<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>. Acesso em: 08/10/2012

STEIN, T. **A Importância das Reservas Internacionais para Economia Brasileira.** Florianópolis: UFSC, 2010.

Vaïsse, M. **Les Relations Internationales depuis 1945.** 13^a ed. Paris: Armand Colin 2011.