

# **Gastos militares sul-americanos: corrida armamentista ou militarização dos conflitos transnacionais?.**

Rinaldi Patricia.

Cita:

Rinaldi Patricia (2010). *Gastos militares sul-americanos: corrida armamentista ou militarização dos conflitos transnacionais?.* V Congreso Latinoamericano de Ciencia Política. Asociación Latinoamericana de Ciencia Política, Buenos Aires.

Dirección estable: <https://www.aacademica.org/000-036/724>

# **OS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA DA AMÉRICA LATINA: INSTRUMENTOS DE AVANÇO OU RETROCESSO DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA?<sup>1</sup>**

**Patrícia Nogueira Rinaldi**

Mestre em Ciência Política pela Universidade de Campinas – UNICAMP  
Professora de Relações Internacionais nas Faculdades de Campinas – FACAMP  
[patricia.rinaldi@facamp.com.br](mailto:patricia.rinaldi@facamp.com.br); [patty.rinaldi@gmail.com](mailto:patty.rinaldi@gmail.com)

Área Temática: Relações Internacionais  
Seção: Globalização e Integração

## **RESÚMEN**

Los fondos soberanos de riqueza son fondos en que el Estado gerencia activos financieros en el exterior. Por representaren un fortalecimiento de la inserción estatal después de las reformas neoliberales, son considerados como amenazas à globalización financiera. Pero los fondos latinoamericanos son utilizados para proteger a los países contra las inestabilidades de la globalización financiera. Así, analizarlos es necesario pues existen seis en la región: Brasil, Chile, Colombia, México, Trinidad y Tobago y Venezuela, que juntos manejan US\$ 50 billones. La ponencia intenta responder si estos fondos son un capitalismo de Estado contra la globalización financiera o si la aprofundan.

## **INTRODUÇÃO: ESTADOS LATINO-AMERICANOS NO SÉCULO XXI E OS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA**

A globalização financeira condena – ao menos no discurso – qualquer intervenção do Estado no mercado, sobretudo financeiro, uma vez que estaria embasada na a própria abstenção do Estado em regular os mercados e controlar os fluxos de capital. E de fato, a partir da década de 1970 nota-se uma particular mudança na autoridade dos Estados latino-americanos em sua relação aos mercados: eles perderam sua autoridade de manejo dos processos econômicos tanto no âmbito nacional quanto internacional.

A ironia é que essa retração da autoridade estatal, por um lado, é acompanhada por um aumento do controle estatal sobre alguns ativos econômicos, especialmente financeiros, e os fundos soberanos de riqueza (FSR) latino-americanos são instrumentos estatais representativos desse novo processo. Estes são fundos de capital pertencentes ao Estado, tanto de maneira direta quanto indireta (controlados por governos subnacionais e órgãos

---

<sup>1</sup> Trabajo preparado para su presentación en el V Congreso Latinoamericano de Ciencia Política, organizado por la Asociación Latinoamericana de Ciencia Política (ALACIP). Buenos Aires, 28 a 30 de julio de 2010.

governamentais). Sua dinâmica de funcionamento está atrelada à realização de aplicações financeiras<sup>2</sup> no exterior. Os recursos financeiros utilizados para a realização dessas aplicações são oriundos de superávits governamentais, sejam eles fiscais, comerciais ou reservas internacionais. O capital valorizado pela gestão estatal desses recursos, por sua vez, pode atender a diferentes propósitos, definidos em relação aos interesses do Estado (INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS, 2008:27). Atualmente, há pouco mais de 50 FSR controlados por Estados do mundo todo, e juntos, transacionam internacionalmente um montante de US\$ 3 trilhões (JOHNSON, 2007).

Enquanto ativos financeiros estatais no exterior, os FSR não são exatamente um fenômeno novo; os primeiros fundos, embora ainda não fossem intitulados como FSR, existem desde 1950<sup>3</sup>. A prática ganhou maior desenvolvimento a partir de 1980, período em que os países exportadores de petróleo passaram a investir o acúmulo de suas reservas internacionais no mercado financeiro. Mas seu verdadeiro crescimento data do início do século XXI: o próprio termo “fundos soberanos de riqueza” (do inglês *sovereign wealth funds* - *SWF*) foi utilizado pela primeira vez no ano de 2005 (Cf. ROZANOV, 2005:1), evidenciando que apenas nos últimos anos esses fundos estatais se tornaram um assunto discutido como tal nas notícias internacionais e até mesmo na literatura acadêmica, tendo como eixo central do debate justamente o fato de serem “soberanos”.

Uma das características mais polêmicas dos FSR é que eles são, em sua maioria, pertencentes a países em desenvolvimento que direcionam a maior parte de seus investimentos para os países desenvolvidos, sobretudo para os Estados Unidos e a Europa. Assim, de forma inédita, os próprios Estados latino-americanos passaram, particularmente a partir do fim da década de 1990, a criar seus próprios FSR e a realizar investimentos por meio da compra de ativos financeiros no exterior.

Tal fato resultou em um intenso debate sobre como tal intervenção estatal poderia levar ao retrocesso da liberalização comercial e financeira que está na base da inserção dos Estados latino-americanos no processo de globalização. Os países receptores desenvolvidos observam o aumento dos FSR com grande preocupação: alegam o fato dos Estados se tornarem *players* desse mercado insere interesses geopolíticos que distorcem os mercados e que afetam as soberanias dos países receptores porque passariam a depender de fluxos de capital controlados pelo Estado, e não pela iniciativa privada. Essa visão iniciou, inclusive, um debate sobre a possibilidade de políticas protecionistas contra os investimentos dos FSR.

Mas na contramão dessas apreensões, o que se observa é que os FSR se constituem em instrumentos financeiros que jogam dentro das regras da globalização financeira, visando a maximização do valor de seus fundos como qualquer outro investidor privado. E em geral, seus investimentos têm contribuído para a estabilidade do sistema financeiro internacional, particularmente na crise financeira *subprime* de 2007-2008, em que atuaram como grandes injetores de liquidez nos mercados financeiros especialmente em momentos de restrição de crédito (*credit crunch*), em virtude das características de longo prazo de suas aplicações.

Logo, tais fundos consistem em um fenômeno controverso, já que, enquanto para muitos analistas os FSR ameaçam o processo de constituição plena de um “livre mercado globalizado” (BREMMER, 2009), por outro lado essas transformações sugerem a necessidade

---

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

<sup>3</sup> Os fundos do Kuwait, estabelecido em 1953, e do Kiribati, estabelecido em 1956, podem ser classificados como os pioneiros em gerir suas reservas internacionais a partir da compra e venda de ativos no mercado financeiro (KIMMIT, 2008).

de releitura do papel dos Estados latino-americanos: após três décadas de propaganda sobre a redução do papel dos Estados na economia, os FSR indicam uma peculiar expressão da atuação estatal no processo de globalização financeira.

A globalização financeira é entendida pela criação de um espaço financeiro mundial unificado pelos processos de liberalização, desregulamentação, desintermediação e descompartimentação externa e interna dos sistemas financeiros nacionais, no qual qualquer investidor institucional pode tanto aplicar fundos quanto contrair crédito de forma praticamente ilimitada, em qualquer localização geográfica, por meio de todos os instrumentos financeiros disponíveis. Mas para que isso ocorresse, os Estados tiveram que, por um lado, conceder ampla liberdade de operação para os investidores privados criarem variados instrumentos financeiros; e por outro, realizar a supressão dos controles aos movimentos de capital internacional.

Mas ao mesmo tempo em que os Estados perdiam o poder de controlar os mercados financeiros, como contrapartida, eles se tornaram, especialmente pelos mecanismos dos FSR, *players* ativos da globalização financeira. Logo, a questão mais estrutural a respeito do crescimento dos FSR é a seguinte: as relações entre Estados e mercados financeiros que se desdobram das operações dos FSR são convergentes ou não com a globalização financeira? Em outros termos, são eles instrumentos de retrocesso ou avanço desse processo global?

O objetivo deste artigo é responder a esta questão a partir do estudo de seis FSR latino-americanos, pertencentes ao Brasil, Chile, Colômbia, México, Trindade e Tobago e Venezuela, que somados manejam um montante de aproximadamente US\$ 50 bilhões. Para esses países latino-americanos, o manejo dos FSR tem trazido maiores possibilidades de investimento e diversificação econômica quanto possibilitou instrumentos mais ágeis de proteção desses países contra as instabilidades provocadas pelo processo de globalização financeira. Assim, a seção 1 desse artigo visa fazer um panorama sobre as condições de surgimento e os propósitos gerais dos FSR latino-americanos, a partir de suas características como ano de criação, volume, fontes de financiamento e estratégias de investimento. Dentro dessa caracterização, a seção 2 discute sobre quais são controvérsias suscitadas pelos FSR mundiais, com o objetivo de apresentar o contorno dos problemas levantados pelo gerenciamento estatal de ativos financeiros. A partir de tal panorama, visa-se analisar, os FSR latino-americanos propriamente ditos, buscando destacar correspondências e divergências entre seus propósitos e características com as controvérsias levantadas pelos FSR em geral. Finalmente, na conclusão, buscará responder propriamente à questão se os FSR latino-americanos colaboram ou não com a maior inserção de seus países na globalização financeira, ou seja, se são instrumentos de um capitalismo de Estado contra esta globalização ou se são uma medida precatória para conter seus efeitos de instabilidade. Essa discussão final será feita tendo como base a redefinição da autoridade estatal latino-americana no processo de globalização financeira a partir dos FSR.

## **1. AS CONDIÇÕES DE SURGIMENTO E OS PROPÓSITOS GERAIS DOS FSR LATINO-AMERICANOS**

O desenvolvimento mais proeminente dos FSR latino-americanos ocorre particularmente a partir dos anos 2000 e deriva do fim do período de agudas crises financeiras que estes países vivenciaram por toda a década de 1990 *vis-à-vis* a consolidação de suas posições superavitárias em três âmbitos: fiscal, comercial e em acúmulo de reservas internacionais. Essa melhora na posição credora dos países latino-americanos pode ser entendida como resultado da entrada desses países no processo de globalização financeira

nesse período: em primeiro lugar, eles voltaram ao circuito dos fluxos de capitais mundiais porque realizaram reformas de abertura de sua conta de capitais e com esse capital em abundância, puderam realizar aplicações nos sistema financeiro internacional. Ademais, nesse período os países latino-americanos passaram a apresentar superávits em conta corrente, o que possibilitou a expansão dos FSR baseado no crescimento relativo de exportações de bens e serviços. Assim, os FSR latino-americanos são financiados por duas fontes: no começo dos ciclos expansivos da economia, por exportações, enquanto ao longo do tempo a conta de capitais apresenta papel mais importante (como nos anos de 2004, 2006, 2007). Com exceção aos FSR da Venezuela, essa dinâmica pode ser observada nos casos do Brasil, Chile, Colômbia, México e Trindade e Tobago (OCAMPO, 2007: 15)<sup>4</sup>.

É importante descartar que esses ciclos expansivos são puxados principalmente pela exportação de *commodities* energéticas: petróleo para a Venezuela, o Brasil, a Colômbia, o México e Trindade e Tobago; gás para Trindade e Tobago e Venezuela; e cobre para o Chile. Por sua vez, os FSR do Brasil, do Chile e da Venezuela possuem fontes de financiamento híbridas, isto é, são tanto financiados pelas receitas das *commodities* energéticas quanto por outras fontes de não-*commodities*, a saber, por transferências de capital oriundos de superávits fiscais (em função tanto do largo poder de tributação desses Estados, das receitas de empresas estatais, venda de ativos públicos, privatizações ou por políticas de superávit primário) ou de reservas internacionais (por exportação de bens e serviços ou por importação de capital).

Com exceção ao Brasil, que possui uma economia mais diversificada, todos os demais países são altamente dependentes da exportação dessas *commodities*, o que consiste em um modelo de desenvolvimento muito frágil por dois motivos: primeiramente, porque o crescimento é basicamente proveniente de um único recurso natural não-renovável, podendo resultar na doença holandesa, isto é, na inviabilidade de uma estratégia de desenvolvimento que consiga conciliar a exploração do recurso natural com certa diversificação econômica; e depois, porque os preços dessas *commodities*, embora tenham apresentado um aumento significativo nos últimos anos, sofrem constantes oscilações que trazem grandes incertezas para a economia, a saber, pressões inflacionárias nos períodos de expansão, e grandes déficits públicos e comerciais nos períodos de retração.

Por outro lado, partir de 2000 se configurou um contexto bastante favorável a esses países, cujas exportações foram puxadas pela demanda dos países em fase de industrialização acelerada, como é o caso dos países asiáticos. Essa região, liderada pela China, tem funcionado como a principal engrenagem do crescimento da economia mundial, atendendo ao mesmo tempo a demanda os países desenvolvidos por bens manufaturados enquanto geram demanda, sobretudo de recursos naturais e energéticos, para as economias latino-americanas (BELLUZZO, 2009: 209). Esse movimento da economia internacional contemporânea também elevou a demanda para produtos semi-industrializados, como alimentos e recursos energéticos processados, como é o caso do Brasil.

---

<sup>4</sup> É nesse sentido que o volume dos FSR latino-americanos é menos expressivo que os do Oriente Médio e do Leste Asiático, uma vez que esses países financiam seus FSR exclusivamente por superávits em conta corrente. Essa diferença fica clara quando se analisa o montante de reservas internacionais controladas por cada região: enquanto a América Latina possui US\$ 279,84 bilhões em reservas, montante que praticamente dobrou durante o período 2000 a 2007 (CEPALSTAT, 2009), a região asiática em desenvolvimento acumulou US\$ 1.531,45 bilhões em reservas internacionais em 2008, comparadas a US\$ 368,40 bilhões em 2002; sendo que no período entre 2000 a 2007, apenas a China acumulou US\$ 839,5 bilhões em reservas. Já os países exportadores de petróleo do Oriente Médio acumularam US\$ 209,36 bilhões em 2008, comparados à US\$ 80,93 bilhões em 2002, com contribuição significativa dos Emirados Árabes Unidos, da Arábia Saudita e do Kuwait. Apenas a Ásia e o Oriente Médio possuem mais da metade das reservas internacionais globais (IMF - IFS, 2009).

Essas particularidades podem ser notadas no peso dos FSR latino-americanos: eles transacionam, no total, um montante de aproximadamente US\$ 50 bilhões, um valor significativo, embora pouco expressivo em relação tanto ao total quanto à média do volume dos FSR, já que corresponde a 1,6% do total de US\$ 3 trilhões gerenciados pelos FSR, enquanto os dez maiores fundos controlam de 79 a 81% desse total (ESCHEWEILER; FERNANDEZ, 2008: 8). Essa diferença é resultado da menor expressividade das fontes de recursos financeiros que os Estados latino-americanos possuem em contraposição aos países do Oriente Médio e do Leste Asiático, que acumulam grandes divisas oriundas da exportação massiva de petróleo, no primeiro caso, e de bens manufaturados, no segundo. Assim, enquanto apenas a Colômbia e a Venezuela já possuíam FSR na década de 1990, todos os demais surgem a partir dos anos 2000 em virtude da consolidação desse ciclo expansivo. Ao mesmo tempo, os FSR com volumes mais significativos são das economias mais expressivas desse grupo, a saber, Brasil, Chile e Venezuela. Na tabela 1 abaixo, pode-se notar o peso dos FSR de outras regiões do mundo em contraposição aos da América Latina:

**Tabela 1: Fundos soberanos de riqueza por região (2007)**

<b>Região</b>	<b>US\$ bilhões</b>	<b>% do total de FSR</b>
Total de FSR	2.998 – 3.737	100
Dez maiores fundos	2.367 – 3.034	79-81
Fundos oriundos de commodities	1.900 – 2.504	63-67
Oriente Médio	1.168 – 1.730	39-46
Leste Asiático	999 – 1.139	30-33
Europa e Ásia Central	637	17-21
Américas	114 – 119	3-4
América Latina	60-50	1,6
África	82 – 114	~ 3

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

Mas a existência do capital para o financiamento dos fundos não explica porque, então, esses países latino-americanos decidiram criar FSR. Para tanto, é necessário destacar como essas condições favoráveis para o financiamento dos FSR se relaciona com propósitos desses países em estabelecê-los, que podem ser combinados em seis tipos:

- i) Propósito de poupança: são visados por países com fontes naturais não-renováveis; o objetivo é criar reservas de riqueza para o futuro como proteção contra um possível esgotamento do principal recurso econômico;
- ii) Propósito de estabilização: reduzir os impactos de volatilidade econômica internacional nas receitas fiscais e no comportamento do câmbio; são fundos de caráter contingencial, compostos por um acúmulo sobressalente de reservas quando há um ciclo bastante favorável de exportações, e que podem ser utilizadas quando o ciclo é revertido;
- iii) Propósito de financiamento: deriva do propósito de estabilização, e é projetado para absorver superávits fiscais quando o orçamento público é excedente; e simultaneamente, para financiar períodos de déficits orçamentários, com o objetivo também de conservar a disciplina fiscal do país;
- iv) Propósito de diversificação: visa reduzir os custos de oportunidade em manter largas reservas internacionais; em geral, países com reservas para além dos níveis considerados necessários para cobrir possíveis déficits no balanço de pagamentos preferem diversificar os ativos para ter um maior retorno sobre as reservas;
- v) Propósito de desenvolvimento: visado por FSR que desejam alocar os recursos valorizados em projetos de infra-estrutura ou de desenvolvimento de áreas específicas tanto no país de origem do fundo quanto em países no exterior;

vi) Propósito estratégico: a partir de posições acionárias em empresas estratégicas, os FSR visariam mobilizar recursos para suas empresas nacionais, como por exemplo, acesso e transferência de diferentes tecnologias; diminuição da concorrência das empresas nacionais; ou exercer influência no setor via posição acionária.

Todas essas características relativas aos FSR latino-americanos podem ser resumidas na Tabela 2 a seguir:

*Tabela 2: Características dos FSR latino-americanos*

<b>Valor (US\$ bi)</b>	<b>Ano</b>	<b>País</b>	<b>Fundo Soberano de Riqueza</b>	<b>Fonte</b>	<b>Propósito</b>
15-20	2005	Venezuela	Fundo Nacional de Desenvolvimento (Fonden)	Petróleo; Fiscal; Reservas	Estabilização, Financiamento, Desenvolvimento
16	2006	Chile	Fundo para a Estabilização Econômica e Social (FEES)	Cobre/Fiscal	Estabilização, Financiamento, Desenvolvimento
8,6	2009	Brasil	Fundo Soberano do Brasil	Petróleo; Fiscal; Reservas	Estabilização, Financiamento, Diversificação, Desenvolvimento
2	1995	Colômbia	Fundo de Estabilização do Preço dos Combustíveis (FEPC)	Petróleo	Estabilização, Financiamento
2	2000	México	Fundo de Estabilização do Petróleo	Petróleo	Estabilização, Financiamento
2	2007	Trindade e Tobago	Fundo de Patrimônio e Estabilização (FPE)	Petróleo; Gás	Estabilização; Poupança
3,4	2006	Chile	Fundo de Reserva de Pensão	Cobre; Fiscal	Poupança
0,8	1998	Venezuela	Fundo de Investimento para a Estabilização Macroeconômica (FIEM)	Petróleo; Gás	Estabilização, Financiamento

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

Apresentado o contexto que resultou nas condições de surgimento dos FSR a partir de seus anos de criação, seus volume, suas fontes de financiamento e propósitos gerais, deve-se discutir mais profundamente as características de cada um dos FSR latino-americanos a partir da apresentação do contorno mais geral dos problemas levantados pelo gerenciamento estatal de ativos financeiros.

## **2. AS CONTROVÉRSIAS LEVANTADAS PELOS FSR LATINO-AMERICANOS**

Os FSR, desde 2000, não apenas vêm ocupando crescente destaque na mídia especializada em mercados financeiros, mas também vêm chamando a atenção dos políticos e das instituições internacionais especialmente em virtude dos impactos desses investimentos nos países receptores, que são sobretudo países desenvolvidos. Entretanto, a questão é extremamente controversa, pois, ao mesmo tempo em que os FSR são acusados de terem

propósitos dúbios em função de seu controle estatal, por outro são entendidos como investimentos extremamente relevantes para a estabilidade do sistema financeiro internacional. As controvérsias e críticas suscitadas pelos FSR estão direcionadas para as seguintes questões:

- i) Em relação ao seu controle e gerenciamento pelos Estados, aponta-se que eles são instrumentos que podem fortalecer de modo negativo a intervenção estatal na economia, podendo inclusive garantir financeiramente a permanência de inúmeros regimes autoritários uma vez que um pouco mais da metade dos FSR são pertencentes a Estados com regimes autoritários (RINALDI, 2010: 73). Ademais, há poucos dados sobre como e onde exatamente esses FSR aplicam seus capitais, resultando em um problema de falta de transparência;
- ii) Em relação aos propósitos dos FSR, critica-se seu objetivo estratégico, que estaria atrelado a políticas nacionalistas e desleais que minam as estruturas de livre mercado e da globalização financeira; muitos países receptores chegaram inclusive a questionar seus projetos de privatização se Estados estrangeiros, via FSR, podem comprar participações acionárias desses setores;
- iii) Em relação às orientações geográficas e setoriais de investimento, os FSR são criticados por controlar setores estratégicos dos países desenvolvidos com claros propósitos geopolíticos; essa preocupação remete ao fato de que certos FSR já controlam grandes ações nesses setores, e para alguns, isso significaria uma tentativa de projeção desleal de poder dos países em desenvolvimento dentro das próprias fronteiras dos países desenvolvidos<sup>5</sup>.

Não obstante essas reações controversas, até o presente momento, não foi observado nenhum abuso claro de poder por parte dos FSR em função do controle e gerenciamento estatal. Por exemplo, em relação ao argumento de que FSR possuem vieses políticos negativo, e que por isso, seriam gerenciados de forma menos eficiente do que pelos agentes de mercado, o estudo de Avenaño e Santiso (2009) ao comparar o comportamento de investimento dos FSR e dos fundos mútuos gerenciados por investidores privados, concluiu que: “*the fear that sovereigns with political motivations use their financial power to secure large stakes in Western companies is shown to be unfounded. We find that SWF investment decisions do not differ greatly from those of other wealth managers*” (AVENAÑO, SANTISO, 2009:7).

A questão de que os FSR investem nos países desenvolvidos apenas com vieses geopolíticos também é pouco definida. Isso porque a situação de maior desenvolvimento dos mercados financeiros dos países desenvolvidos é um fator de extrema relevância para explicar o padrão geográfico dos investimentos dos FSR, já que apresentam maiores oportunidades de investimentos financeiros do que nos mercados de capitais dos países detentores de FSR, que geralmente são médios ou pequenos. Ademais, não apenas os FSR buscam investimentos lucrativos, mas os próprios mercados financeiros dos países mais desenvolvidos disputam o dinheiro desses fundos. Tanto os mercados de *equities* quanto os de fundos *hedge* realizam

---

<sup>5</sup> Em virtude dessas preocupações, os países receptores – sobretudo os da OCDE – preferiram adotar medidas de maior controle dos FSR sob o argumento de que seu comportamento poderia implicar em uma ameaça à segurança nacional, senão contra seus vieses políticos, em razão da ausência de transparência. Isso fez com que houvesse a construção de um discreto quadro de protecionismo dos países desenvolvidos em situações que geralmente seriam consideradas livres de qualquer preocupação em termos de segurança nacional. Um acontecimento especial evidenciou essas reações: a tentativa quase frustrada de aquisição da *Peninsular and Oriental Steam Navigation Company* (P&O), empresa portuária britânica com portos nos Estados Unidos, pelo *Dubai Ports*, que faz parte do FSR *Dubai World*, no ano de 2005: “(...)Dubai, um dos principais aliados americanos no Golfo Pérsico, achava que estava fazendo um investimento de portfólio. Não exerceria nenhuma função administrativa e por certo não ia ‘arabizar’ as operações” (MORRIS, 2009: 150, grifo meu). Entretanto, os Estados Unidos vetaram a transição por motivos de segurança, e ela apenas foi concretizada após a venda das operações americanas.



fortes estratégias de atração dos FSR, garantindo a eles condições de altos retornos (MORRIS, 2009: 149).

Como fator complicador para a interpretação dos reais propósitos e impactos dos FSR, a crise financeira de 2007-2008 alterou significativamente a visão que os países receptores tinham dos FSR: enquanto a partir de 2005 eles eram vistos como “invasores, caçadores indesejados” (e antes disso, eram apenas “sobras desconhecidas”), a crise financeira de 2007-2008 transformou os FSR em “salvadores inesperados” (NUGÉE, 2009: 2-3). Por conta desse contexto de crise, os FSR foram inclusive exortados por economias desenvolvidas para não cortarem os fluxos de capital para seus países, que adquiriam participações acionárias em várias das instituições financeiras fragilizadas, como por exemplo, do *Citigroup*, do *Barclays*, do *Standard Chartered*, do *Merryl Lynch*, resultando aproximadamente US\$ 60 bilhões em investimentos (SWF INSTITUTE, 2008). A injeção de liquidez por parte dos FSR, sobretudo do Oriente Médio e do Leste Asiático, auxiliou não apenas a recompor a recapitalização dos bancos problemáticos, mas especialmente, propiciou uma amenização da visão negativa dos FSR.

A despeito dessas polêmicas globais suscitadas pelos FSR, na América Latina este debate ainda é bastante incipiente. Três motivos podem ser apontados: em primeiro lugar, como já ressaltado, porque o volume dos FSR latino-americanos é pouco expressivo em relação tanto ao volume total quanto à média do volume dos FSR. Em segundo lugar, porque em geral os investimentos de seus FSR não se direcionam em montantes expressivos para os países desenvolvidos. Isso ocorre porque eles investem menos em escala global e mais no próprio entorno regional. E em terceiro lugar, porque em geral os FSR latino-americanos são fundos passivos, isto é, não apresentam estratégias de investimento nas quais estejam inclusas participações majoritárias em empresas estrangeiras, que são os investimentos mais lucrativos – e controversos – realizados pelos FSR maiores. Eles apenas aplicam em títulos de dívida pública e outros instrumentos mais conservadores.

Apresentadas as controvérsias em torno das conseqüências que os FSR trazem à globalização financeira, é necessário mensurá-las a partir da análise dos próprios FSR latino-americanos: como os fundos do Brasil, do Chile, da Colômbia, do México, de Trindade e Tobago e da Venezuela estão inseridos nesses problemas? Que tipo de controvérsias sua atuação levanta tanto no entorno regional quanto mundial? A seguir, cada um dos FSR serão analisados dentro de duas categorias: os FSR baseados exclusivamente em *commodities* energéticas, que são os da Colômbia, do México e de Trindade e Tobago; e os FSR híbridos, que são os do Chile, da Venezuela e do Brasil. A partir da apresentação de suas estruturas, propósitos, fonte de financiamento, controle e gerenciamento do Estado, políticas e estratégias de investimento, serão investigadas as controvérsias que estes FSR suscitam em termos de posições ativas ou passivas, do grau de transparência do fundo e principalmente, se os Estados latino-americanos utilizam seus FSR a favor ou contra o processo de globalização financeira.

## **Fundos soberanos de riqueza latino-americanos baseados exclusivamente em *commodities* energéticas**

### ***Fundos soberanos de riqueza da Colômbia: estabilização e financiamento ainda pouco planejados***

A Colômbia, país que sofre desde a segunda metade do século XX uma intensa crise de governabilidade, contornada apenas nos últimos anos com políticas bastante controversas,

descobriu, na década de 1990, campos de petróleo nas regiões de Cusiana e de Cupiagua. Uma das respostas institucionais do governo, além de organizar a exploração do recurso a partir da empresa estatal Ecopetrol, foi a criação de um FSR para gerenciar as novas receitas oriundas da exportação do petróleo, com o objetivo de canalizar os efeitos positivos dessa nova atividade econômica *vis-à-vis* a criação de instrumentos para amenizar os efeitos relacionados especialmente ao problema da doença holandesa.

Assim foi estabelecido o Fundo de Desenvolvimento e Estabilização do Petróleo (FDEP), com propósitos de direcionar as receitas do petróleo para a criação de mecanismos de estabilização macroeconômica em momentos de queda na produção e preços do petróleo, e para criar uma reserva que financiasse a capacidade de gastos do governo. O fundo é pertencente ao Estado da Colômbia e controlado pelos Ministérios da Fazenda, do Crédito Público e das Minas e Energia. Seu gerenciamento é, por sua vez, realizado pelo Banco Central, que realiza as operações do FDEP a partir da autorização desses ministérios.

As receitas que financiam o fundo são oriundas da própria Ecopetrol, que realizou aportes significativos para o FDEP entre os anos de 1996 a 1999, no valor de US\$ 2 bilhões, que corresponde ao próprio volume do fundo. Atualmente, o sistema de transferência de recursos da Ecopetrol é dividido em três: parte das receitas da estatal é transferida diretamente para o FDEP; outra parte cobre seus investimentos; e outra ainda é transferida para contribuir com o sistema público de pensões. Em termos de estratégia de investimentos, estes são realizados exclusivamente no exterior, com o objetivo de não causar pressões inflacionárias tanto da moeda nacional quando dos preços do petróleo, embora o fundo também possa adquirir títulos de dívida externa colombiana.

Entretanto, o FDEP sofreu graves problemas de administração dos seus recursos a partir de 2000, principalmente porque as regras de investimento e retirada de capital do fundo soberano eram muitos flexíveis, impedindo assim uma valorização significativa de seus recursos. O FDEP, então, foi encerrado em 2008 e em seu lugar foi instituído um fundo específico para a estabilização dos preços do petróleo, que é o FEPC (Fundo de Estabilização dos Preços dos Combustíveis). O FEPC é responsável por realizar a estabilização interna dos preços em períodos de alta internacional. É administrado pelo Ministério da Fazenda e seu financiamento será feito pela transferência de US\$ 1,6 bilhões do US\$ 2 bilhões que compunham o FDEP. Desse montante, 90% serão utilizados para realizar pagamentos de dívida externa e 10% para financiar o FEPC em si (ESCHEILER; FERNANDEZ, 2008: 86).

Atualmente, as receitas estatais colombianas derivadas do petróleo estão por volta de US\$ 45 milhões (FORERO, 2010). Esse aumento está atrelado à própria trajetória dos preços do petróleo, o que exigirá do governo da Colômbia novos meios de administrar esses recursos de forma mais eficiente, ao mesmo tempo em que deve tentar evitar as pressões inflacionárias e a volatilidade dos preços resultantes do aumento desse valor. Assim, seria fundamental para a Colômbia instituir um FSR mais sólido, não apenas voltado para os propósitos de estabilização e financiamento, mas principalmente de desenvolvimento, utilizando essas receitas para realizar o pagamento da dívida externa, além de destinar investimentos para a infraestrutura e para a gestão das unidades territoriais do país em termos de saúde, educação e desenvolvimento econômico, contribuindo assim para o fim da crise de governabilidade do país.

### ***Fundo soberano de riqueza do México: medida contra a instabilidade macroeconômica e a redução da extração do petróleo***

Embora seja um modelo de desenvolvimento controverso, a abertura da economia do México para as maquilas – filiais, especialmente de multinacionais americanas, alocadas na

zona de fronteira e que realizam a montagem de bens industriais – na década de 1990 com sua entrada na Área de Livre Comércio da América do Norte (NAFTA), resultou em uma redução da participação do petróleo nas exportações do país de 53% para 13% entre 1991 a 2000. Entretanto, o governo mexicano ainda é altamente dependente das receitas da empresa petrolífera estatal, a Pemex, a qual contribui com 37% das receitas públicas anuais (KAY; QUISPE-AGNOLI, 2002). Estatizada em 1938, a empresa é a sustentação última da economia e do Estado mexicano, embora nos últimos anos venha enfrentando dificuldades em realizar investimentos produtivos que resultem uma exploração ampla e eficiente dos recursos petrolíferos do país, especialmente porque seus recursos são utilizados para financiar o setor público.

Além da questão do financiamento do setor público, o México enfrenta graves problemas de instabilidade macroeconômica em virtude das oscilações do preço do petróleo. Assim, entende-se a importância do Fundo de Estabilização do Petróleo (FEP), FSR do país criado em 2000 e que atende aos propósitos de estabilização dos movimentos de preços internacionais do petróleo e de financiamento dos déficits orçamentários em períodos de recessão. Em última instância, o FEP visa converter as receitas do petróleo em uma força mais duradoura de financiamento não apenas das contas públicas, mas também do crescimento econômico e do desenvolvimento do país (ARCENALES; VOLBERG, 2009).

Com um aporte inicial de US\$ 583 milhões, o fundo é nutrido pelos superávits petrolíferos, transferidos em uma base de 25% dessas receitas. Seu crescimento para um volume de US\$ 2 bilhões em 2008 se deve à trajetória excepcional das receitas no ano de 2007, em virtude de um aumento importante nos preços do petróleo bruto, ano no qual o governo transferiu US\$ 1,55 bilhões para o fundo (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 80). É gerenciado pelo Banco Central do México e investe apenas em títulos de renda fixa, particularmente em títulos do tesouro americano. Apenas mais recentemente o fundo começou a desenvolver uma estratégia de diversificação dos ativos para o mercado de *equities*.

Atualmente, o FEP é um instrumento fundamental do governo mexicano para cobrir seus déficits, que deve aumentar de 3,4% do PIB em 2009 para 5% em 2010 (OECD, 2009: 5). A nova estratégia mexicana é a de estabelecer, a partir dos investimentos de seu FSR, um movimento de proteção contra as oscilações dos preços do petróleo em 2010, política esta que o governo já havia realizado em 2009. Isso será feito por meio da compra de opções no valor de US\$ 1,17 bilhões, financiadas pelo FEP, que garante o direito – mas não a obrigação – de vender o barril do petróleo mexicano a US\$ 57, compensando assim a queda de preços. Esse movimento provavelmente permitirá que o governo mexicano mantenha seu padrão de gastos mesmo com uma redução nos preços do petróleo. De qualquer forma, uma questão de maior preocupação recentemente refere-se à produção declinante da estatal Pemex: enquanto em 2004 havia produzido 3,4 barris por dia, em 2009 esse valor declinou para 2,6 barris (ROEDER, 2009). Dado um cenário de redução das receitas do petróleo, o FSR do México em poucos anos provavelmente irá ter que se adaptar a propósitos de poupança para as gerações futuras.

### ***Fundo soberano de riqueza de Trindade e Tobago: gerenciamento eficiente das receitas do petróleo e do gás para manter a capacidade de gasto público***

Trindade e Tobago pode ser considerado o país mais próspero da zona do Caribe em função de suas amplas reservas de gás natural e petróleo. Com exceção ao turismo, a economia do país é puxada pelos superávits fiscais e comerciais resultantes da exploração dessas *commodities* energéticas. Entretanto, as oscilações nos preços desses produtos impõem restrições contingentes aos gastos do governo, o que levou o país a criar o Fundo de

Patrimônio e Estabilização (FPE) em 2007, em substituição ao Fundo Provisório de Estabilização das Receitas (FPER), criado em 2000.

Em virtude da situação de desenvolvimento do país atrelada à exploração de recursos naturais, o FPE apresenta claros propósitos de estabilização e poupança. Em relação ao primeiro propósito, visa não apenas proteger a capacidade de gasto do Estado contra as flutuações dos preços do petróleo e do gás, mas também criar uma fonte alternativa de renda do governo, como medida precatória frente ao possível esgotamento do recurso natural. Já em relação ao propósito de poupança, visa acumular recursos para as futuras gerações (ACT No. 6, 2007: 3-4).

O fundo é de posse do governo de Trindade e Tobago e controlado por um Quadro Executivo formado por cinco membros, incluindo representantes do Banco Central e do Ministério das Finanças. O quadro é responsável pela estrutura de governança do FPE, que é bastante desenvolvida; ele deve regular as condutas e os procedimentos do FPE (que são, por sua vez, monitoradas pelo Parlamento), estabelecer as políticas de investimento e controlar as operações do fundo (ACT No. 6, 2007: 6). Mas este Quadro Executivo em si não operacionaliza o portfólio do fundo: tal operação é realizada por gerentes externos escolhidos pelo quadro (THE BOARD OF GOVERNORS OF THE TRINIDAD AND TOBAGO HERITAGE AND STABILISATION FUND, 2009: 8).

O FPE foi criado com um aporte inicial de US\$1,6 bilhões, e seu financiamento é feito por meio de uma intrincada estratégia de transferência das receitas do petróleo e do gás: o excedente trimestral de mais de 10% das receitas do petróleo em dólares; e caso não haja tal excedente, o Ministro da Fazenda pode decidir realizar transferências no montante considerado adequado. Com esse mecanismo trimestral de transferência, espera-se que pelo menos 60% das receitas excedentes sejam transferidas para o fundo. Por sua vez, caso as receitas não alcancem os excedentes estipulados, é possível retirar recursos do FSR (aqueles recursos excedentes aos 60% ou então 25% do crédito do fundo); entretanto, essas retiradas não podem resultar em um volume do fundo menor que US\$ 1 bilhão (Act No. 6, 2007: 7-11).

Em termos da estratégia de investimentos em si, o fundo é operacionalizado por claras regras de tolerância ao risco, estabelecidas a um nível moderado. Trata-se de um fundo ativo, que investe em participações acionárias, mas com estratégia de alocação cautelosa, definida pela seguinte distribuição: 25% em títulos americanos de renda fixa a curto prazo; 25% em títulos americanos domésticos; 17,5% em participações acionárias americanas; 17,5% em participações acionárias fora dos EUA (THE BOARD OF GOVERNORS OF THE TRINIDAD AND TOBAGO HERITAGE AND STABILISATION FUND, 2009: 14). Embora o FPE possua uma boa estrutura de governança e divulgue relatórios anuais com supervisão do Parlamento, ele não é considerado um FSR muito transparente pelo Índice de Transparência de Linaburg-Maduell (2009), obtendo nota 5, pois o fundo não abre seu portfólio de investimentos sobretudo em participações acionárias.

O FPE espera, até 2020, atingir um volume de US\$ 40 bilhões em ativos, a partir de uma redução do déficit fiscal de 15% para menos de 10% do PIB e em taxas de investimento calculadas com retornos de 4%. Essas medidas de agigantamento do fundo refletem a preocupação do país em fazer uma gestão eficiente das receitas do petróleo e do gás para que não haja drásticas restrições futuras da capacidade do gasto público (ESCHWEILER; FERNANDES, 2008: 84).

## Fundos soberanos de riqueza latino-americanos de caráter híbrido

### *Fundos soberanos de riqueza do Chile: instrumentos financeiros passivos para a promoção de poupança e diversificação econômica*

O Chile é o maior produtor de cobre mundial, e embora a abundância desse recurso energético tenha possibilitado, por um lado, crescimento econômico e acúmulo de reservas internacionais, por outro, exigiu que o país criasse instrumentos de política econômica para evitar que sua dependência da exportação dessa *commodity* pudesse resultar no problema da doença holandesa, isto é, em uma especialização que inviabilizasse o desenvolvimento industrial e diversificado do país. Nesse sentido, o Chile, desde a década de 1980, utiliza-se de seus FSR para tentar diminuir a dependência do cobre e diversificar as exportações. O Fundo de Estabilização do Cobre (FEC), criado em 1987, visava, nesse sentido, canalizar as receitas da exportação do cobre oriundas principalmente de sua empresas estatal, a *Corporación Nacional del Cobre* (CODELCO) e utilizá-las como forma de financiar a dívida fiscal e promover políticas fiscais anticíclicas em períodos de trajetória negativa dos preços dessa *commodity*. Entre as décadas de 1980 a 1990, o FEC foi economicamente importante para o país em vários âmbitos: contribuiu entre 0,5% a 3,7% do PIB na ampliação do nível de poupança do país (UTHOFF, 1995: 28), e possibilitou reter os lucros do cobre para reinvestimento em setores não-tradicionais da economia chilena (MARINHO, 2004: 55).

O FEC operou até o ano de 2006, quando o governo de Michelle Bachelet realizou uma ampla reforma da estrutura fiscal do país por meio da Lei de Responsabilidade Fiscal. O objetivo era o de criar mecanismos jurídicos e institucionais para a melhor gestão dos fluxos fiscais do país. Dentre as principais orientações dessa reforma, a mais significativa foi a criação de dois FSR chilenos a partir da divisão do FEC, a saber, o Fundo de Reserva Previdenciária (FRP) e o Fundo para a Estabilização Econômica e Social (FEES), ambos pertencentes ao Estado do Chile. Tal separação permitiu, primeiramente, que o país especializasse e profissionalizasse seus FSR, compreendidos como “*un bien nacional que otorga seguridad de estabilizar el gasto social y la inversión pública a futuro*” (GOBIERNO DE CHILE – MINISTERIO DE HACIENDA, 2010). E depois, foi fundamental para dar uma orientação mais estratégica aos recursos fiscais provenientes sobretudo das receitas do cobre, permitindo que o país pudesse tanto acomodar melhor seus compromissos fiscais quanto fortalecer sua competitividade exportadora por meio dos investimentos financeiros em moeda estrangeira.

O FRP foi o primeiro fundo a ser criado como desdobramento da Lei de Responsabilidade Fiscal, sendo estabelecido em 2006 pela Lei N°20.128 (ADMINISTRACIÓN DE FRP, 2009: 3). Seu propósito básico é o de poupança e visa complementar o financiamento do sistema previdenciário público, que a partir de 2000 passou a pressionar os gastos públicos em virtude da própria dinâmica demográfica do país (ESPÚLVEDA, 2008). Seu volume inicial em 2006 foi de US\$ 600 milhões oriundos do superávit fiscal do Estado em 2005, e atualmente apresenta um volume de US\$ 3,4 bilhões. Esse agigantamento do fundo em um período de menos de cinco anos se deve aos amplos mecanismos de financiamento do FRP: a Lei de Responsabilidade fiscal estabeleceu que qualquer superávit fiscal entre um mínimo de 0,2% a um máximo de 0,5% do PIB verificado no ano anterior deve ser transferido para o FRP (ADMINISTRACIÓN DE FRP, 2009: 4). Ademais, para garantir que o propósito de poupança do fundo seja cumprido, de forma autônoma em relação à situação fiscal do país, até 2016 não se pode realizar nenhuma retirada do capital do fundo (SWF INSTITUTE, 2010 b).

Enquanto o FRP volta-se para propósitos exclusivamente de poupança, o FEES, criado a partir do Decreto com Força de Lei N°1, de 2006 (GOBIERNO DE CHILE – MINISTERIO

DE HACIENDA, 2010) possui propósitos mais abrangentes, sendo eles: a estabilização econômica perante a volatilidade da economia global, sobretudo dos mercados de *commodities*; o financiamento da dívida pública e dos déficits fiscais, de modo que o gasto do Estado não seja comprometido em momentos de desaceleração; e a execução de projetos de desenvolvimento que possam ampliar a diversificação econômica. Logo, nota-se que o objetivo desse fundo é garantir que o Estado chileno tenha maiores instrumentos de realizar políticas anticíclicas sem ter que recorrer a endividamento externo, além de promover menor dependência do país em relação às exportações de cobre.

Em virtude desses propósitos mais abrangentes, houve também necessidade de que este fundo recebesse aportes financeiros mais volumosos, o que ocorreu apenas um ano depois da criação do fundo, em 2007. Inicialmente, o aporte foi de US\$ 2,5 bilhões, ao qual deveria ser acrescido, anualmente, o valor referente aos superávits orçamentários que ultrapassem 1% do PIB do ano anterior. Atualmente, o FEES apresenta um volume de US\$ 16 bilhões, financiado justamente por essas transferências anuais (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:21).

A despeito dessas diferenças de propósitos, ambos os fundos são controlados pelo próprio Estado e gerenciados pelo Banco Central do Chile, sob a supervisão do Ministro da Fazenda e também de um quadro conselheiro formado por especialistas em operação de fundos de investimentos. Entretanto, há discussões acerca de ampliar os investimentos tanto do FRP quanto do FEES para bancos estrangeiros de investimentos utilizando-se de gerenciamento externo, mas ainda o Banco Central do Chile está em fase de estudo dessa nova forma de gerenciamento (ESCHEWEILER; FERNANDEZ, 2008: 89).

Embora seus desempenhos não sejam supervisionados pelo Congresso, são reportados mensal e trimestralmente, com relatórios publicados no *website* do Ministério da Fazenda. Ademais, mesmo sendo o Banco Central o responsável por realizar os investimentos tanto do FRP quanto do FEES, o financiamento de ambos faz parte do orçamento geral do Estado, e nesse sentido, deve ser aprovado pelo Congresso. Esses mecanismos garantem um grau significativo de governança dos FSR, e é por isso que os FSR do Chile são considerados os mais transparentes da América Latina, classificados pelo Índice de Transparência Linaburg-Maduell com uma nota 10 (LINABURG; MADUELL, 2009).

Outra característica dos FSR do Chile que resultam em alta transparência remete às características de suas estratégias de investimento. Todo o capital dos fundos, embora seja plenamente aplicado no exterior para evitar pressões inflacionárias domésticas, é gerenciado a partir de uma política de investimentos de caráter passivo, isto é, não é permitido realizar investimentos diretos em empresas mediante a compra de ações (*public* ou *private equities*). Os parâmetros de risco são rigidamente definidos desde 2009 e nota-se que a estratégia é bastante conservadora. Esse conservadorismo pode até ser justificado para o FEES, já que, especialmente por se tratar de um fundo de estabilização, é menos avesso ao risco por ter uma preocupação maior com a liquidez; mas no caso do FRP, seria esperado um perfil de risco maior e mais diversificado, já que visa investimentos de longo prazo.

Ademais, ambos os FSR são orientados pela mesma política de investimentos: 100% dos recursos são investidos em instrumentos de renda fixa internacional. É permitido a ambos investir 100% dos recursos em títulos de dívida pública; 60% em instituições internacionais; 50% em instituições bancárias; e 30% em instituições financeiras ou agências internacionais. Em virtude da adoção da mesma política, alocação dos portfólios dos fundos é diferente: enquanto os recursos do FRP são compostos em 78,63% em títulos de dívida pública e 21,37% em depósitos bancários (ADMINISTRACIÓN DE FRP, 2009: 3; 5), os do FEES apresentam 78,99% investidos em títulos soberanos e 21,1% em depósitos bancários (ADMINISTRACIÓN DE FEES, 2009: 5).

As localizações geográficas dos investimentos também são bastante semelhantes. Para o FRP, a Holanda concentra 26% dos instrumentos bancários, o Reino Unido, 24,69%, a Bélgica, 14,67%, enquanto os demais 34,64% se encontram distribuídos especialmente entre outros países da Zona do Euro (ADMINISTRACIÓN DE FRP, 2009: 6). Uma proporção parecida encontra-se nos investimentos do FEES, com 34,20% no Reino Unido, 17,61% na Bélgica, 12,24% na Holanda, enquanto os demais 34,5% também estão distribuídos pela Zona do Euro (ADMINISTRACIÓN DE FEES, 2009: 6).

No ano de 2008, em uma Conferência sobre FSR em Londres, o então Coordenador de Finanças Internacionais do Banco Central do Chile indicou que no futuro os FSR chilenos poderiam iniciar uma mudança de estratégia de investimento, a partir de uma diversificação para *equities* e títulos corporativos (TONG, 2008). Entretanto, a crise financeira de 2008-2009 certamente adiou esses planos de diversificação. E nesse momento de crise, em que a maioria dos FSR sofreu perdas de capital, as estratégias menos avessas ao risco dos FSR chilenos permitiram que, entre 2006 a 2009, fossem verificadas taxas significativas de rentabilidade, no valor de 6,9% (AMERICA ECONOMIA, 2010).

Nesse meio tempo, os recursos do fundo foram utilizados pela primeira vez apenas em 2009, quando o governo retirou US\$ 8 milhões do FEES para financiar tanto um pacote de estímulo para a economia, com inversões produtivas e políticas de emprego, quanto para cobrir o déficit público, ativando assim seu propósito de financiamento (AMERICA ECONOMIA, 2010). Mas é nesse ano de 2010 que certamente o Estado chileno terá de fazer uso dos instrumentos de financiamento de projetos de caráter econômico e social. Isso porque os danos causados pelo terremoto que atingiu o país nos primeiros meses de 2010 exigiram somas vultosas de capital para a reconstrução das áreas afetadas. Cinco fontes para o financiamento da reconstrução foram definidas: doações internacionais e do setor privado; austeridade fiscal; endividamento público; ajustes tributários das grandes empresas; e especialmente, gastos públicos por meio da utilização dos recursos do FEES (LA NACIÓN DE CHILE, 2010). Certamente esse episódio ressaltou a importância de um gerenciamento efetivo dos FSR por parte do Chile, já que os recursos serão providenciais para momentos de grande excepcionalidade, como este. Há, é claro, a preocupação em não esgotar todos os recursos do FEES, de modo que duas estratégias serão adotadas: primeiramente, apenas uma parte do fundo será utilizada; e depois, cogita-se a possibilidade de se vender alguns ativos estatais, sobretudo empresas públicas, para aportar maiores recursos de valorização para o FEES, cobrindo assim as somas destinadas ao financiamento da reconstrução.

### ***Fundos soberanos de riqueza da Venezuela: instrumentos de desenvolvimento econômico e projeção internacional***

Os FSR da Venezuela geralmente são analisados apenas em função da condição econômica do país como um dos maiores exportadores de petróleo da América Latina, cujas receitas garantem o financiamento das operações financeiras do fundo. Entretanto, condições políticas específicas foram de grande significância para maior projeção internacional de seus FSR, e nesse sentido, a Nova Estratégia Econômica e Financeira de 2005 do governo do Presidente Hugo Chávez Frias foi fundamental para que seus dois fundos, o Fundo de Investimento para a Estabilização Macroeconômica (FIEM) e o Fundo de Desenvolvimento Nacional (Fonden) pudessem ser mais do que instrumentos de valorização financeira. Ambos atendem não apenas a propósitos econômicos, como a estabilização dos preços do petróleo e o financiamento de posições deficitárias em situações de abruptas mudanças no mercado dessa *commodity*, mas particularmente que também a propósitos políticos, como o de realizar

investimentos que possam promover maior diversificação econômica, e portanto, possibilitar maior inserção política internacional da Venezuela.

Por outro lado, é no âmbito dessa estratégia que os FSR venezuelanos são vistos com grandes ressalvas por países desenvolvidos, investidores financeiros, instituições internacionais e analistas de FSR: o presidente Chávez, desde 1999, vem ampliando o controle do executivo sobre instrumentos econômicos importantes, particularmente de seus FSR. Por exemplo, ele detém todas as prerrogativas de decisão de financiamento e alocação dos recursos tanto do FIEM quanto do Fonden por meio de decretos. Com isso, as regras e definições de operação do fundo geralmente sofrem constantes modificações, são utilizados com diversos propósitos em diferentes situações. Em suma, estão atrelados à própria política externa do presidente, e é nesse sentido que os analistas consideram que os FSR venezuelanos possuem baixos níveis de governança e transparência. Por exemplo, o FIEM possui nota 1 no Índice de Transparência de Linaburg-Maduell, enquanto o Fonden não é classificado (LINABURG; MADUELL, 2009).

Esse aspecto fica claro, primeiramente, na estruturação do FIEM. Este fundo, de fato, não foi criado pelo presidente Chávez, mas sim no penúltimo ano de governo do seu antecessor, o Presidente Rafael Caldera, por meio do Decreto No. 2991, em 1998. Ironicamente, o FIEM foi estabelecido segundo uma sugestão do FMI, que nessa ocasião havia coordenado um pacote de políticas para a estabilização macroeconômica do país em função dos empréstimos tomados para o financiamento de posições deficitárias (IMF EXTERNAL RELATIONS DEPARTMENT, 1998). Dentre as medidas recomendadas por tal pacote de políticas, o FMI havia indicado que a criação de um fundo de estabilização do petróleo deveria ser feita para que o país tivesse instrumentos que pudessem tanto atingir aos propósitos de estabilização macroeconômica quanto promover maior transparência no gerenciamento das riquezas do petróleo do país. Por estar atrelado às políticas de estabilização do FMI, o FIEM foi criado sem uma estrutura ou quadro administrativo próprio, sendo gerenciado pelo próprio Banco Central da Venezuela, que tinha ficado responsável por estabelecer as normas internas de funcionamento, as políticas de investimento, aprovar o orçamento do fundo, compor seu portfólio e divulgar seus resultados para o Congresso. Para garantir a governança, o Banco Central deveria divulgar anualmente relatórios financeiros para o Legislativo, embora este órgão não apresentasse funções obrigatórias de supervisão.

Ademais, um dos requisitos apontados na Lei de criação do FIEM era o de que suas operações não poderiam representar posições de endividamento, mas pelo contrário, deveriam cobrir tais posições. Assim, o financiamento inicial do fundo partiria de três fontes: das transferências de dividendos excedentes da estatal *Petroleos de Venezuela S.A.* (PDVSA), sob a forma de receitas ou de outros bônus oriundos de cotas de participação da PDVSA em outras empresas; do reinvestimento do montante correspondente à rentabilidade do FIEM; e de outras transferências realizadas pelo executivo, como por exemplo, impostos sobre a renda e sobre a exploração do petróleo. Esses aportes seriam feitos em proporção ao aumento ou diminuição das divisas oriundas dessas fontes.

Em particular, esses múltiplos canais visavam que o fundo tivesse mecanismos ágeis de financiamento de posições deficitárias da Venezuela em caso de crises, a partir do estabelecimento de um preço de referência definido a cada cinco anos. Assim, quando as receitas do petróleo estivessem acima do preço de referência, o FIEM receberia as divisas proporcionais ao excedente; por outro lado, se as receitas fossem menores que tal referência, o FIEM deveria transferir as divisas, ou para o Tesouro, ou para a PDVSA, a depender da situação de aprofundamento dos déficits públicos ou de redução nas receitas da empresa que implicasse em uma incapacidade grave de cobrir seus déficits (SWF INSTITUTE, 2010 a). Prevvia-se também que, quando o volume do FIEM correspondesse a 80% ou mais das receitas



do petróleo, haveria uma mudança na realocação dos aportes, sendo transferidos novamente para os respectivos financiadores (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 90).

O fundo funcionou amplamente até 2003, ano em que houve uma reforma parcial da lei a qual sua criação estava embasada por meio do Decreto No. 1478/2003. Dentre essas reformas, as mais significativas foram: a suspensão das restrições estabelecidas para a transferência de recurso e a possibilidade de utilização do fundo a qualquer momento para cobrir necessidades financeiras e orçamentárias das entidades estatais (DECRETO N° 1478, 2003). Assim, o FIEM divulgou *website* divulgou relatórios sobre o desempenho e o gerenciamento de seus recursos até o ano das reformas. Depois disso, o FIEM rapidamente passou por um esvaziamento financeiro, pois, na prática, essas reformas feitas pelo presidente Chávez visavam transferir os recursos para a criação de um novo FSR, desatrelado das políticas do FMI, que é o Fundo de Desenvolvimento Nacional – Fonden.

O Fonden foi criado a partir das reformas mais amplas operadas no Banco Central da Venezuela em 2005<sup>6</sup>, e sua criação e utilização devem ser entendidas como instrumentos políticos característicos do Governo Chávez: trata-se de uma ferramenta utilizada para atender propósitos tanto de desenvolvimento quanto de financiamento. O propósito de desenvolvimento é derivado da Nova Estratégia Econômica e Financeira (2005) com o objetivo de realizar investimentos para promover a recuperação econômica em termos produtivos e para ampliar os investimentos sociais, principalmente nas áreas de geração de empregos, saúde e educação. Já o propósito de financiamento é estabelecido para financiar posições de déficit do Estado venezuelano, visando reduzir o peso da dívida pública sobre o orçamento (MINISTERIO DEL PODER POPULAR PARA ECONOMÍA Y FINANZAS, 2010).

O fundo é pertencente ao Governo da Venezuela, enquanto a estrutura de controle, definida sobre a forma de uma corporação, é de responsabilidade do Ministério do Poder Popular para a Economia e Finanças, que corresponde ao Ministério da Fazenda do país. Em termos de gerenciamento, a operação do fundo é realizada por um quadro de diretores composto por cinco membros: dois diretores nomeados pelo Presidente da Venezuela; o Ministro da Energia; o Ministro do Planejamento; e o Ministro da Fazenda, que encabeça o quadro. As reuniões são mensais ou podem ser convocadas por pelo menos três membros. Ademais, é importante ressaltar que tanto o controle quanto o gerenciamento do fundo são de exclusiva prerrogativa do Executivo, de modo que não há interferência ou supervisão do Legislativo em qualquer aspecto do Fonden (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:60).

Inicialmente, o aporte financeiro das atividades do fundo veio justamente da transferência dos recursos do FIEM: este último teve aportes financeiros crescentes até o ano de 2001, quando atingiu aproximadamente o volume de US\$ 7 bilhões, mas depois das reformas de 2003, perdeu seu principal canal de financiamento, a saber, as próprias receitas da PDVSA, que a partir de 2005 passam a se destinar ao financiamento do Fonden. Atualmente, as fontes de financiamento do Fonden são provenientes não apenas das receitas de exportação de *commodities* do petróleo e do gás natural, mas também de fontes de não-*commodity*, particularmente pela transferência líquida de excesso de reservas do Banco Central. Assim, do montante de US\$ 35 bilhões investidos para dar início às suas operações, US\$ 18,5 bilhões

---

<sup>6</sup> O Fonden é criado a partir da Lei de Reforma Parcial da Lei do Banco Central da Venezuela, publicada na Gazeta Oficial N° 38.232 de 20 de julho de 2005. Oficialmente, o fundo é criado em 29 de agosto de 2005 pelo Decreto N° 3.854, na Gazeta Oficial N° 38.261, que autorizou o Ministro das Finanças a operacionalizar a criação do Fonden sob a forma de uma sociedade anônima. Finalmente, em 09 de setembro de 2005 foi publicada a Ata Constitutiva e Estatutária do fundo, por meio da Gazeta Oficial N° 38.269 (MINISTERIO DEL PODER POPULAR PARA ECONOMÍA Y FINANZAS, 2010).

corresponderam à transferência de reservas, enquanto o restante foi composto por transferência direta da PDVSA (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008:60). Ademais, em 2008 foi aprovada uma lei para o estabelecimento de regras de financiamento do Fonden a partir da transferência anual de pelo menos 10% das receitas do petróleo obtidas pela petrolífera estatal (ALVAREZ; HANSON, 2009).

Tal manobra de transferência dos recursos do FIEM para o Fonden significou, em termos de volume, uma redução do peso do FIEM, que atualmente possui US\$ 0,8 bilhões, mantido exclusivamente pela própria rentabilidade dos investimentos do fundo, já que não recebeu mais transferências significativas (ESCHWEILER; FERNANDEZ, 2008: 90); enquanto estima-se que o Fonden atualmente tenha um volume entre US\$ 15 a 20 bilhões (ESCHWEILLER; FERNANDEZ, 2008:60).

Em relação à instrumentalização do Fonden, observa-se que seus recursos são utilizados como parte de amplas manobras do Governo Chávez, tanto em âmbito interno quanto internacional. De acordo com o *website* do *Ministerio del Poder Popular para Economía y Finanzas*, todo o capital valorizado pelo fundo é prioritariamente revertido no financiamento de projetos nacionais, explorando assim seu propósito de desenvolvimento em diversos setores, como: infraestrutura, saúde, energia, defesa, meio-ambiente, indústria de base, agricultura e educação. Nessa linha, os principais projetos financiados pelo Fonden são: abastecimento de água potável e saneamento; aquisição de equipamentos e insumos agrícolas; desenvolvimento de estradas e linhas de metrô; investimentos em complexos petroquímicos; hidrelétricas; investimentos em empresas de exploração de minérios e siderurgia; construção civil, entre outros (MINISTERIO DEL PODER POPULAR PARA ECONOMÍA Y FINANZAS, 2010).

Embora o governo divulgue os projetos nos quais os recursos valorizados pelo Fonden são revertidos, pouco é sabido acerca de sua política de investimentos propriamente dita. Há poucos detalhes oficialmente divulgados tanto sobre os procedimentos e critérios para a realização das aplicações quanto sobre a composição de seu portfólio propriamente dita. Sabe-se certamente que o fundo aplica parte considerável de seu volume em ativos de renda fixa: o Fonden comprou, em 2005, bônus do Equador no valor de US\$ 25 milhões e com resgate em 2015. Adquiriu também mais da metade dos bônus da Argentina, no valor de US\$ 337 milhões. Essa compra causou grandes repercussões internacionais, pois retirou a Argentina de uma situação crítica: esta compra havia sido negada pelos grandes bancos *Citigroup* e *JP Morgan*, e se não fosse a atuação do Fonden, a Argentina teria que emitir US\$ 800 milhões em títulos com resgate em dez anos para reestruturar uma dívida de US\$ 104 bilhões de inadimplência. Para a Venezuela, que comprou esses títulos a preços muito baixos, essa transação significou, após um mês da compra, um lucro de US\$ 40 milhões (BLOOMBERG, 2005).

Em 2006, o Fonden adquiriu mais de US\$ 4,7 bilhões de títulos de dívida externa, incluindo seus próprios títulos *Brady*<sup>7</sup>. Além disso, US\$ 3,5 bilhões foram destinados à compra dos títulos da dívida argentina (MAISONNAVE, 2007). O fundo também investiu US\$ 6,2 bilhões em notas de crédito de bancos de investimento estrangeiros, a maioria delas relacionadas a riscos de crédito soberanos de países da América Latina. Essas notas, porém, foram praticamente liquidadas em 2007, restando apenas aproximadamente entre US\$ 1,5 a 2 bilhões investidos (ESCHWEILLER; FERNANDEZ, 2008:60).

---

<sup>7</sup> Títulos *Brady* são aqueles emitidos pelo governo como parte da renegociação da dívida externa dos países latino-americanos por ocasião da crise da dívida na década de 1980. No caso da Venezuela, seus títulos *Brady* foram emitidos em 1990, no valor de US\$ 16,3 bilhões em dívidas, e em seguida compradas por bancos comerciais (KETKAR; NATELLA: 1993).

No mesmo ano de 2007, recursos do Fonden foram utilizados para compras de empresas internacionais: US\$ 135 milhões foram direcionados para a aquisição da Sancor, uma cooperativa argentina de laticínios. Foi também divulgado que Venezuela fez uma doação internacional de US\$ 15 milhões com objetivos de recuperação social por ocasião de uma grave enchente na Bolívia em 2007 (MAISONNAVE, 2007).

Já em 2009, a aquisição de maior repercussão do Fonden esteve relacionada à manobra dos governos da Venezuela e China para a criação de um fundo conjunto de US\$ 12,4 bilhões, dos quais a Venezuela transferiu US\$ 7,2 bilhões do Fonden (PONS; CANCEL, 2010). O objetivo desse fundo conjunto é tanto o de propiciar a estabilização dos preços do petróleo quanto o de garantir relações mais intensas de comercialização de petróleo entre ambos os países.

Esses largos investimentos são apenas possíveis com as políticas de transferências de recursos realizados pelo governo, que se tornaram mais amplas a partir de 2008, como um mecanismo precatório contra as oscilações no sistema financeiro internacional oriundas da crise *subprime* de 2007-2008. Logo, em 2009, o fundo recebeu aproximadamente US\$ 12 bilhões em transferências do Banco Central, elevando o volume do fundo para US\$ 18 bilhões (BANCO CENTRAL DE VENEZUELA, 2009). Já em 2010, o Banco Central realizou duas transferências financeiras para o Fonden: uma de US\$ 4 bilhões no começo do ano, e outra de US\$ 1 bilhão no mês de março. Essas transferências ainda devem ocorrer durante o ano, já que o Banco Central deve canalizar US\$ 7 bilhões excedentes em reservas (CROWE, 2010). Essas transferências mais intensas foram adotadas como uma maneira de compensar, em primeiro lugar, relativas perdas financeiras que os FSR tiveram em seus investimentos nos Estados Unidos e Europa; e depois, para ampliar a capacidade de diversificação das aplicações: o Fonden certificou-se que os bancos suíços, alemães, irlandeses e franceses protegessem o capital depositado, e buscou realizar novos aportes em mercados menos afetados pela crise, como os latino-americanos.

Todos esses investimentos do Fonden expressam claramente o modo como o fundo é amplamente utilizado pelo próprio executivo. Tal característica não é fortuita: para o próprio presidente Chávez, o Fonden trata-se de um mecanismo de desenvolvimento tanto interno quanto internacional. Desenvolvimento interno porque os retornos oriundos dos investimentos dos fundos são utilizados para o financiamento de projetos nacionais; e internacional porque, segundo o Presidente, o Fonden é um instrumento de financiamento alternativo às políticas do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial, bem como aos empréstimos concedidos pelos países desenvolvidos: “Nós estamos construindo alternativas à dependência excessiva em relação ao sistema financeiro internacional que muito prejudicou nossos países” (CHÁVEZ, 2005 *apud* BLOOMBERG, 2005). Em última instância, o portfólio de investimentos do Fonden, além de estar orientado para a maximização dos seus retornos, também parece se configurar como um mecanismo inovador do presidente Chávez para alcançar maior projeção regional a partir do apoio financeiro aos países do entorno sul-americano.

Entretanto, em virtude do uso do Fonden da Venezuela por parte do poder executivo, alimentou-se ainda mais as repercussões internacionais do polêmico governo de Chávez. Nas questões suscitadas pelos FSR em si, primeiramente observa-se com grande preocupação a ausência de transparência do fundo: há poucas informações financeiras em seu *website*, e não há publicação aberta de relatório de desempenho, embora oficialmente o fundo deva apresentá-lo anualmente para o Comitê Permanente de Finanças da Assembléia Nacional.

*“It is unclear how much of these funds [fundos oriundos do Banco Central e da PDVSA] have already been spent, although a significant portion are believed still to be held outside of Venezuela. There is little transparency about how funds are transferred to Fonden, and no*

*publicly available analysis about how the activities of this fund will impact the economy in the medium-to-long-term*” (OXFORD ANALYTICA, 2006).

Em segundo lugar, critica-se a grande margem de manobra do presidente da Venezuela em utilizar os recursos do Fonden sem necessidade de aprovação prévia, uma vez que eles não estão submetidos ao regime orçamentário ordinário. Segundo o próprio Ministro das Finanças e do Planejamento, Domingo Maza Zavala, “*Fonden es una caja negra uno nunca sabe cuantos recursos tiene Fonden y en que se han aplicado los recursos, lo único que sabemos es la transferencia de reservas del Banco Central a Fonden y la entrega de divisas petroleras por parte de Pdvsa a Fonden*” (ZAVALA, 2009 *apud* COLOMINA, 2009).

Por fim, ressalta-se como elemento mais problemático a ausência de separação entre propósitos econômicos e políticos do FSR: “[Essas compras do Fonden] são fundamentalmente uma tentativa de investimento político, e não um investimento financeiro” (MOHAMED EL-ERIAN, 2005 *apud* BLOOMBERG, 2005). A ausência de tal separação, considerada por muitos analistas e políticos internacionais como fundamental para que os FSR não afetem a estabilidade financeira internacional, refletiria, nesse sentido, os contornos de um governo híbrido como seria o caso da Venezuela, que apresenta algumas características não-democráticas<sup>8</sup> (ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT INDEX OF DEMOCRACY, 2009).

Mas mesmo com tais controversas, é indubitável que o Fonden tornou-se um instrumento financeiro importante para a Venezuela. Esse FSR expressa uma clara inserção no processo de globalização financeira por meio do Estado como um investidor institucional no mercado financeiro, sobretudo sul-americano, e com repercussões importantes não apenas para a estabilidade financeira da região quanto para uma maior influência internacional do país, podendo assim considerá-lo como aquele que detém os mais avançados instrumentos de FSR da América Latina.

### ***Fundo soberano de riqueza do Brasil: em busca de uma definição***

O Brasil, dentre os países com FSR já criados, estabeleceu de forma tardia o Fundo Soberano do Brasil (FSB). O projeto para a criação do fundo foi desenvolvido no ano de 2008, em virtude das condições propícias que o país apresentava naquele período: uma dívida externa líquida negativa R\$ 15 bilhões; uma forte entrada de capitais internacionais; a existência de um superávit fiscal nominal de 0,45% do PIB; valorização de sua moeda, o real, em relação ao dólar; relativo alto grau de investimento; aumento das exportações e a perspectiva de maior extração petrolífera com a descoberta de novas jazidas na camada pré-sal (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2008: 2). Nesse contexto, o Ministro da Fazenda Guido Mantega enviou, para a aprovação do Congresso, um projeto de lei para a criação do FSB (PROJETO DE LEI NO. 3674, 2008), com a perspectiva de que a situação brasileira permitiria criar esse instrumento de canalização dos recursos para a aplicação em ativos no exterior.

---

<sup>8</sup> O governo da Venezuela apresenta uma nota de 5,42 de acordo com o Índice Democrático do periódico *The Economist*, denominado de *Economist Intelligence Unit Index of Democracy*. Esse índice é resultado de um estudo das condições democráticas de 167 países a partir de quatro categorias analíticas: (1) processo eleitoral livre e justo; (2) grau de liberdade civil; (3) tipo de funcionamento do governo; e (4) participação e cultura política (ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT INDEX OF DEMOCRACY, 2009). Esse índice é o mais utilizado pelos analistas de FSR para fazer análises que relacionam o grau de transparência dos FSR com o tipo de regime político.

O quadro jurídico para a formação do FSB é bastante abrangente, a começar pelos seus propósitos, que são quatro: financiamento, estabilização, diversificação e desenvolvimento. Para os dois primeiros propósitos, o FSB apresenta uma subdivisão, que é o Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (FFIE). O FFIE visa formar poupança pública com o excedente do superávit primário para financiar os gastos públicos em momentos de crise e para absorver as flutuações dos ciclos econômicos. Essas flutuações estão diretamente relacionadas com o problema cambial do Brasil: desde 2002 o país enfrenta dificuldades com o excesso de reservas internacionais, que valoriza seu câmbio em um patamar prejudicial à competitividade de suas exportações. Nessa mesma esteira está o propósito de diversificação, que visa aplicar as reservas excedentes em ativos que possam ampliar a rentabilidade dos recursos do Estado. Por fim, o propósito de desenvolvimento tornaria o FSB em um instrumento de política industrial a partir do diagnóstico de que o fomento de investimentos externos diretos (IED) via internacionalização das empresas brasileiras seria um dos motores da expansão brasileira (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2008: 3-4).

O aporte inicial para a criação do FSB foi realizado em julho de 2008 por meio do Decreto No. 6519, que consubstanciou a transferência de R\$ 14,2 bilhões para o início de suas operações, equivalente a US\$ 8,6 bilhões (DECRETO No. 6519, 2008). A continuidade do financiamento do fundo deveria ser feita pela transferência anual de um montante de 0,5% do PIB, composto por fontes primárias, emissão de títulos e outras disponibilidades (PROJETO DE LEI NO. 3674, 2008). O FSB teria financiamento de características puramente fiscais se não fosse a descoberta do pré-sal – reservas de petróleo localizadas abaixo de uma camada de sal no subsolo marítimo da costa sudeste brasileira, com valor estimado entre US\$ 5 a 8 bilhões de barris. Os recursos oriundos da exploração do pré-sal serão incluídos no financiamento do FSR, tornando-o assim um FSR híbrido. Embora ainda não tenha sido definido como ocorrerá essa transferência – provavelmente será estabelecido um imposto futuro sobre o petróleo – calcula-se que, com o financiamento oriundo das receitas da exploração do pré-sal, o FSR brasileiro poderá, até 2013, ter um montante de US\$ 300 bilhões (TAVARES *et.al*, 2008: 7). Em termos de resgate do montante investido, este poderá ser feito em dois casos: para a estabilização de receitas fiscais no longo prazo; e para o aumento de despesas em períodos de desaquecimento.

O gerenciamento do FSB está sob responsabilidade do Conselho Deliberativo do FSB (CDFSB), composto pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento, além do presidente do Banco Central. O CDFSB deve realizar a governança do fundo, sendo responsável por estabelecer as políticas de investimento em geral, de modo que a aprovação das decisões é feita com pelo menos dois votos de seus membros (DECRETO No. 7113, 2010). Para alguns analistas, essa forma compartilhada de gerenciamento permitirá uma redistribuição do poder dentro do governo brasileiro, possibilitando maior poder de decisão do Ministério da Fazenda e do BNDES para realizar investimentos voltados ao desenvolvimento, muito embora o Congresso Nacional tenha ficado à margem da aprovação da aplicação dos recursos do fundo (BATISTA JR., 2008).

O projeto de Lei que criou o FSB é pouco claro a respeito da alocação do portfólio do FSB, apenas destacando que ele terá suas aplicações realizadas em dois âmbitos: ativos financeiros no exterior, a partir da aquisição de debêntures e títulos representativos de ativos financeiros; e a aplicação em cotas do FFIE. Esses investimentos devem ter como parâmetros de risco a rentabilidade mínima equivalente à taxa *Libor* (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2008: 6). Mas em razão de seus propósitos de desenvolvimento, é possível prever que provavelmente o governo comprará ações de empresas brasileiras no exterior, o que o tornaria um FSR de características ativas; entretanto, não há nada definido sobre a aquisição de ações de empresas estrangeiras, o que poderia apontar para uma característica passiva do fundo. Essa indefinição apenas será contornada quando de fato se iniciarem as operações do FSR,

que não ocorreram até o momento. De qualquer forma, o fundo já prevê mecanismos de transparência para garantir essas transações, com a elaboração de relatórios semestrais a serem divulgados para a avaliação do Congresso Nacional.

Essas indefinições acerca das características e do início das atividades do FSB remetem às dificuldades encontradas pelo Brasil na própria criação de seu fundo soberano, que foi realizada em um contexto de intenso debate político acerca da viabilidade desse projeto. As controvérsias eram de três ordens: indefinição do real propósito do fundo; capacidade estrangida de financiamento sustentável; baixa diversificação dos riscos. Em relação ao primeiro problema, destaca-se que a multiplicidade de objetivos e propósitos torna o fundo ineficiente para responder a qualquer um deles, porque em razão dos vários objetivos, o fundo não possui um claro direcionamento acerca de suas estratégias de investimento (LOYOLA, 2008). Depois, em relação ao financiamento do FSR, muitos questionam a capacidade financeira do FSB com base em seus superávits fiscais. Isso porque o país apresenta um déficit nominal de 1,6% do PIB. Nessa situação, o FSR apenas poderia ser financiado com o aumento da posição devedora do Estado, isto é, a partir da emissão de títulos públicos. Com essa estreita base de financiamento, há riscos de que o FSB, em momentos de redução da liquidez internacional, não tenha recursos suficientes para operar políticas anticíclicas (ESCHWEILER, FERNANDEZ, 2008: 95). Finalmente, há ressalvas acerca da baixa diversificação do FSB. Em geral, os FSR investem em títulos públicos e privados ou em ações de empresas estrangeiras com o objetivo de diversificar os riscos geográfica e setorialmente; mas o direcionamento do FSB em realizar empréstimos e compras de ações de empresas multinacionais brasileiras concentrarão o risco próprio Brasil, não havendo diversificação, o que pode tornar sua atuação ainda mais instável em momentos de crise (TAVARES *et.al.*, 2008: 10).

Enquanto, a crise financeira de 2007-2008 prejudicou o desempenho financeiro de todos os FSR, para o caso do FSB, isso significou repensar o início de suas operações, porque a crise levou a uma piora de vários indicadores brasileiros que sustentavam a criação do fundo, como por exemplo, balanço em conta corrente e reservas internacionais. Assim, há várias especulações sobre sua atuação a partir de 2010: no segundo semestre de 2009, havia sido anunciado que os recursos FSB seriam utilizados com propósitos de financiamento dos déficits públicos de 2010 (SOLIANI, 2009). Já em fevereiro de 2010, anunciou-se que o fundo seria primeiramente utilizado para a estabilização da moeda brasileira, o real, por meio da emissão de títulos para a compra de moeda estrangeira, sobretudo o dólar (REUTERS, 2010). E mais recentemente, no fim abril de 2010, uma Medida Provisória publicada no Diário Oficial da União permitiu que a União transferisse ações de empresas que tem participação para o FSB, com o objetivo de ampliar o capital das empresas estatais (SIMÃO; FERNANDES, 2010). Nota-se, pois, que o FSB ainda é um fundo soberano em busca de uma definição.

## CONCLUSÃO

### **O SIGNIFICADO DOS FSR LATINO-AMERICANOS: CAPITALISMO DE ESTADO CONTRA A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA OU MEDIDA PRECATÓRIA DOS EFEITOS DESTA GLOBALIZAÇÃO?**

Dadas as especificidades dos FSR latino-americanos apresentadas na seção anterior, pode-se agora de fato responder à pergunta inicial, a saber, se os FSR dessa região colaboram ou não para o aprofundamento da globalização financeira a partir do papel do Estado como ativo investidor dos mercados financeiros. Uma interpretação mais usual é a de que a

emergência dos FSR na América Latina, bem como de outras formas de controle e gestão estatal de ativos econômicos, se trataria de um processo mais amplo de rejeição do livre mercado face a uma maior proeminência da intervenção estatal. Tratar-se-ia da implantação de um capitalismo de Estado na América Latina, entendido como um sistema baseado no controle da economia pelas forças estatais com o objetivo de ampliar o seu poder político (BREMNER, 2009). Nessa interpretação, os FSR latino-americanos seriam uma reação contra as pressões liberalizantes, entendidas como incompletas nesses países pois as elites dominantes ainda carregavam os compromissos com os valores de intervenção estatal. Com isso, o comprometimento com os valores do livre-mercado seria limitado, e os FSR seriam a expressão de uma estratégia nacionalista de desenvolvimento conduzida por governos amplamente controladores, e senão totalitários, com regimes democráticos bastante duvidosos.

A gestão estatal dos recursos energéticos seria fundamental para essa predominância de um capitalismo de Estado na América Latina, uma vez que são fundamentais para a expansão econômica global. A aproximação dos FSR dessas empresas estatais se daria tanto em função da garantia do financiamento do fundo como um mecanismo de manipular os preços dessas *commodities* energéticas. Mas essa maciça transferência dos ativos econômicos da esfera privada para o controle da esfera estatal apenas seria sustentável enquanto os Estados conseguissem subsidiar o peso da máquina política e econômica cada vez mais ineficiente, o que é feito pelo capital gerado pelos FSR. Nesse sentido, os FSR seriam entendidos como o principal instrumento para a sustentação das ineficiências desse capitalismo de Estado: *“like all investments funds, SWFs look to maximize returns. But for state capitalists, these returns can be political as well as economic”* (BREMNER, 2009). Isso promoveria, por sua vez, uma evidente mudança na hierarquia de poder mundial: *“The growth of SWFs and the location of countries from which they originate provides another example of how the balance of economic and financial power is shifting”* (LYONS, 2007:5).

Esses elementos comprovariam os objetivos de maximização política, e não econômica, dos FSR, promovendo, então, o enfraquecimento do capitalismo de mercado e da própria globalização financeira. Ademais, para os países desenvolvidos, não haveria saídas de controle a não ser o retrocesso do livre mercado e o recrudescimento global de medidas protecionistas e neomercantilistas, explicando assim suas reações ao classificarem os FSR como potenciais ameaças à segurança nacional. Logo, as consequências dos FSR e deste capitalismo de Estado seriam incontornáveis, em virtude da própria imprevisibilidade da ação estatal, restando aos países de capitalismo de mercado ou retroceder para medidas de caráter protecionista, ou então, realizar um processo amplo de resistência e controle dos FSR, limitando assim os potenciais de expansão desse capitalismo de Estado.

Mas ao mesmo tempo em que é inegável a intervenção estatal na definição dos objetivos gerais e da estrutura dos FSR, a interpretação do capitalismo de Estado não consegue responder adequadamente porque os FSR latino-americanos são gerenciados com alta perícia técnica, com posição passiva voltada para a maximização dos retornos. Essa aparente contradição pode ser resolvida apenas com a adoção de uma abordagem que explique porque os FSR apresentam um controle e um gerenciamento que é ao mesmo tempo econômico e político. Isso porque, embora seja evidente que os FSR representam o Estado, isso não ocorre em termos de uma representatividade quantitativa, isto é, de mais Estado em detrimento de menos mercado: os FSR não estão acima da globalização financeira e não existem de forma isolada aos mercados. Pelo contrário, os FSR indicam uma clara mudança na qualidade da autoridade estatal, uma vez que sua expansão obviamente não deixa de ser um instrumento de poder relacional dos Estados; por outro lado, ela ocorre simultaneamente à perda de outros que antes faziam parte da autoridade estatal.

Essa perda de certos instrumentos estatais remete ao alto grau de exposição aos riscos que os Estados apresentam no processo de globalização financeira oriundos da predominância da lógica especulativa orientada para ganhos de curto prazo e não embasada nos fundamentos reais das economias, mas sim nas opiniões e tendências dos mercados. Os Estados estão vulneráveis às especulações, resultando especialmente nas crises financeiras vivenciadas pelos países latino-americanos. O impacto negativo dessas crises está atrelado proporcionalmente à maior abertura da conta capital dos países latino-americanos desde a década de 1990, e a ausência de mecanismos próprios para lidar com tais crises resultou na grande dependência das instituições internacionais que concederam empréstimos para o pagamento da dívida atrelados a altas taxas de juros e a imposição de severas condicionalidades econômicas.

Nesse sentido, os FSR servem como um mecanismo de recuperação e defesa desses Estados contra novas crises, com o objetivo de manter a liquidez e garantir o potencial de investimento naqueles períodos de abrupta constrição de créditos internacionais. Os FSR são, então, uma medida precatória dos Estados contra esses efeitos da globalização financeira, criando maiores mecanismos para que os Estados possam ser “emprestadores de última instância” de modo que as políticas econômicas não ficassem amarradas às condicionalidades externas impostas pelas instituições internacionais.

Esse movimento precatório dos Estados ressalta que os FSR surgem não em oposição à globalização financeira, mas em virtude dela, especialmente por um motivo: porque os Estados latino-americanos perderam sua autonomia de se proteger contra as crises financeiras globais a partir do uso de controles de capitais. A inserção na globalização financeira causou uma retração qualitativa das opções estatais em regular os mercados pela manipulação dos instrumentos de política econômica, como por exemplo, o poder de manter o valor da moeda, de definir a forma de desenvolvimento capitalista, de realizar políticas keynesianas e de controlar diretamente os mercados estratégicos. Logo, a globalização financeira não está apenas relacionada a uma dimensão econômica, mas também política, e reflete uma nova concepção dessa autoridade estatal *vis-à-vis* uma reconfiguração da autoridade dos mercados como um elemento fundamental dessa globalização: “*The erosion of national controls over banks and non-banks, however, shows that this state power is increasingly shared with markets, enterprises and non-state authorities*” (STRANGE, 1998 : 21).

Assim, os FSR devem ser entendidos como um novo instrumento dos Estados latino-americanos para se proteger das instabilidades globais sem reverter o processo de globalização financeira. Os FSR permitem essa combinação sob dois aspectos: em primeiro lugar, porque a globalização financeira cria as reais condições para que os FSR possam se desenvolver, isto é, os FSR se utilizam dos próprios instrumentos financeiros criados por essa globalização, realizando investimentos de portfólio; e em segundo lugar, porque sem a abertura e a desregulamentação da maioria dos territórios resultante da globalização financeira, os FSR não poderiam fazer investimentos financeiros no estrangeiro. Em outras palavras, os FSR em si não restringem o aprofundamento da globalização financeira; pelo contrário: são a prova do intenso aprofundamento desse processo. Sem tal globalização, as próprias operações dos FSR não seriam possíveis, uma vez que o dinheiro dos Estados flui de uma territorialidade para outra, explorando as vantagens de investimento e garantindo a lucratividade globalmente, a partir de um gerenciamento pautado na lógica dos mercados.

Os FSR ressaltam, simultaneamente, a abrangência e dominância da estrutura financeira global, por um lado, e a recharacterização do Estado latino-americano como um operador dos mercados a partir da financeirização de seus mecanismos econômicos e geopolíticos, isto é, a lógica financeira passou a determinar as atividades do próprio Estado. Tal evidência está presente não apenas nos FSR, mas em todos os outros montantes de riqueza sob controle estatal, como as reservas internacionais, as receitas fiscais e as empresas estatais:



praticamente todos os Estados latino-americanos passaram a criar departamentos especializados na gestão de carteiras financeiras, transferindo parcelas crescentes da riqueza oriunda das atividades produtivas para operações com papéis. Isso evidencia que o controle do dinheiro é definitivamente um dos aspectos mais importantes da autoridade estatal latino-americana no século XXI: por exemplo, o Ministério da Fazenda de vários países tornou-se o centro de controle do poder de gastos dos outros departamentos, definindo até mesmo a hierarquia entre os ministérios; no mesmo sentido, o poder de ofertar crédito se tornou ainda mais significativo para expressar o grau de autoridade estatal (STRANGE, 1998: 7). E os FSR passaram a ser um mecanismo múltiplo, conforme seus seis propósitos sugerem: servem para desenvolver renda para gerações futuras, os seus mercados financeiros locais, seus capitais produtivos, a diversificação das economias nacionais, e uma maior proteção contra as oscilações internacionais.

Mas é nesse momento que a contradição da postura defensiva dos Estados aparece. Em primeiro lugar, pelo fato dessa postura defensiva não minar a liberdade dos mercados, em última instância os FSR continuam vulneráveis às oscilações do sistema financeiro internacional, isto é, a possibilidade de ganhos bursáteis, por um lado, é expressa pela possibilidade de grandes perdas financeiras, por outro. Isso foi observado, por exemplo, na crise de 2007-2008, em que o valor dos portfólios dos FSR expressou grandes perdas patrimoniais (ROZANOV, 2009: 10). E em segundo lugar, pelo fato de que, enquanto os FSR aparecem como medida precatória para os países detentores, para os receptores, sujeitos às mesmas vulnerabilidades da globalização financeira, os FSR passam a ser entendidos como uma ameaça menos porque são orientados diretamente por motivos políticos obscuros dos Estados e mais porque ampliam sua própria fragilidade à globalização financeira: afinal, estes últimos passam a depender em grande parte dos fluxos de capital sob controle de terceiros Estados. Isso gera um acirramento das rivalidades e é apenas no sentido de suscitar uma possível guinada protecionista que os FSR podem ser um instrumento de retrocesso da globalização financeira. Por outro lado, embora possíveis, essas reações, até o presente momento, parecem pouco prováveis já que exigiram que os países centrais rearticulassem seu processo de inserção, sobretudo produtiva, na estrutura da economia política internacional<sup>9</sup>.

Em suma, o artigo apontou para essa nova tendência de atuação dos Estados latino-americanos nos mercados financeiros que são os FSR. Ainda em fase de consolidação e crescimento na região, não se pode ignorar as implicações fundamentais de desenvolvimento desse novo instrumento, que já se encontra em fase avançada no restante do mundo. Os FSR são uma nova forma de inserção dos Estados latino-americanos, uma vez que os tornaram *players* desse sistema financeiro, se articulando como investidores institucionais de relativo peso nos mercados financeiros. Depois, os FSR permitiram os Estados latino-americanos conciliarem alguns interesses políticos sem reverter o processo de globalização financeira, já que seus propósitos e suas estruturas operacionais estão embasados nesta dinâmica. Ademais, os FSR latino-americanos se configuram como um novo e expressivo elemento da dinâmica da rivalidade interestatal latino-americana no século XXI no próprio âmbito da globalização financeira. E finalmente, no momento derradeiro das crises financeiras, quando há um recuo

---

<sup>9</sup> O problema aqui é o de que os principais países capazes de uma guinada protecionista e que recebem massivos fluxos de investimento dos FSR, a saber, os Estados Unidos e a Europa, deixaram de ser potências industriais para se tornarem países inseridos não pela conta corrente, e sim, pela conta capital, com políticas de menor ênfase ao desenvolvimento das exportações e mais voltadas para a atração de capitais internacionais, tendo estruturas econômicas caracterizadas por um alto grau de abertura financeira. Uma guinada protecionista exigiria que esses países adotassem uma inserção internacional via conta corrente, isto é, em que a força exportadora é desenvolvida por estratégias de imposição de controles aos fluxos de capital e orientada para o acúmulo de reservas como resultado das exportações. Mas para isso, Estados Unidos e Europa teriam que reconstituir localmente sua força industrial, que atualmente se encontra transnacionalizada por filiais em todo o mundo.

das autoridades privadas, se delinea mais nitidamente a posição estatal latino-americana no processo de globalização financeira por meio dos FSR: “*but at some point a dysfunctional global financial system needs bold action based on principle with long-term purchase, not mere calculation of short-term benefit. The SWFs are not going away*” (HALLIDAY, 2008).

## REFERÊNCIAS

- ACT NO. 6 (2007). *An Act to provide for the establishment and management of the Heritage and Stabilisation Fund and for matters related thereto*. Fifth Session Eighth Parliament Republic of Trinidad and Tobago, 15<sup>th</sup> March, 2007. Disponível em: [www.finance.gov.tt/documents/77.pdf](http://www.finance.gov.tt/documents/77.pdf). Acesso em: 10/05/2010.
- ADMINISTRACIÓN DE FEES (2009). *Fondo de Estabilización Económica y Social - Informe Trimestral a Diciembre 2009*. Gobierno de Chile, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos, Diciembre 2009. Disponível em: [http://www.dipres.cl/572/articles-61210\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.dipres.cl/572/articles-61210_doc_pdf.pdf). Acesso em: 26/05/2010.
- ADMINISTRACIÓN DE FRP (2009). *Fondo de Reserva de Pensiones - Informe Trimestral a Diciembre 2009*. Gobierno de Chile, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos, Diciembre 2009. Disponível em: [http://www.dipres.cl/572/articles-61211\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.dipres.cl/572/articles-61211_doc_pdf.pdf). Acesso em: 26/05/2010.
- ALVAREZ, Cesar J.; HANSON, Stephanie (2009). *Venezuela's Oil-Based Economy*. Backgrounder: Council on Foreign Relations, February 9, 2009. Disponível em: <http://www.cfr.org/publication/12089>. Acesso em: 17/05/2010.
- AMERICA ECONOMIA (2010). “Rentabilidade de fundos soberanos chilenos promedió 6,9% entre 2006 y 2009”. *Finanzas*, 2010. Disponível em: <http://www.americaeconomia.com/notas/rentabilidad-de-fondos-soberanos-chilenos-promedio-69-entre-2006-y-2009>. Acesso em: 26/05/2010.
- ARCENTALES, Luis; VOLBERG, Daniel (2009). “Mexico: No oil, no problem?”. *Global Economic Forum*. Morgan Stanley, February 24, 2009. Disponível em: <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2009/20090224-Tue.html>. Acesso em: 09/05/2010.
- AVENDAÑO, Rolando; SANTISO, Javier (2009). *Are Sovereign Wealth Funds' investments politically biased? A comparison with mutual funds*. OECD Development Centre: Working Paper No. 283, Dezembro 2009. Disponível em: [www.oecd.org/dataoecd/43/0/44301172.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/43/0/44301172.pdf). Acesso em 12/01/2010.
- BANCO CENTRAL DE VENEZUELA (2009). “Venezuela keeps solid creditor position in comparison to foreign countries”. *Press Release: Balance first quarter 2009*. 19 de maio, 2009. Disponível em: <http://www.bcv.org.ve/blanksite/EnglishVersion/c4/index.asp?secc=pressreleases&Codigo=7845&Operacion=2&Sec=False>. Acesso em: 17/05/2010.
- BATISTA JR, Paulo Nogueira (2008). *Fundo Soberano do Brasil*. Artigos – Departamento Intersindical de Assessoria Parlamentar, 22 de maio, 2008. Disponível em: [http://www.diap.org.br/index.php/artigos/5181-fundo\\_soberano\\_do\\_brasil](http://www.diap.org.br/index.php/artigos/5181-fundo_soberano_do_brasil). Acesso em: 14/05/2010.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (2009). *Os antecedentes da tormenta: origens da crise global*. São Paulo: Editora UNESP e Edições Facamp, 2009.
- BLOOMBERG (2005). *Com US\$1bi, Chávez compra mais títulos na região que fundos EUA*. Noticiário - Seleção Diária de Notícias Nacionais. Ministério das Relações Exteriores (MRE), 20 de dezembro, 2005. Disponível em:

[http://www.mre.gov.br/portugues/noticiario/nacional/selecao\\_detalle3.asp?ID\\_RESENHA=190193](http://www.mre.gov.br/portugues/noticiario/nacional/selecao_detalle3.asp?ID_RESENHA=190193). Acesso em: 17/05/2010.

BREMMER, Ian (2009). "State Capitalism Comes of Age". *Foreign Affairs* 88 No. 3. Maio-Junho de 2009. Disponível em HighBeam Research: [www.highbeam.com](http://www.highbeam.com). Acesso em: 14/08/2009.

CEPALSTAT (2009). *Estadísticas e Indicadores Econômicos – Sector Externo*, 2009. Disponível em: <http://websie.eclac.cl/sisgen/ConsultaIntegrada.asp?idAplicacion=6&idTema=119&idIndicador=886&idioma=e>. Acesso em: 24/09/2009.

COLOMINA, Marta (2009). "Maza Zavala: El gobierno pinta un cuadro idílico sobre la crisis". *Union Radio*, 19 de febrero, 2009. Disponível em: <http://www.unionradio.net/Actualidad/#&&NewsId=3046>. Acesso em: 17/05/2010.

CROWE, Darcy (2010). "Venezuela: Central Bank Transfers \$1B To Fonden Fund". *Wall Street Journal*. March 2, 2010. Disponível em: <http://online.wsj.com/article/BT-CO-20100302-709074.html>. Acesso em: 17/05/2010.

DECRETO N° 1478 (2003). Ley de Reforma Parcial de la Ley que crea el Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica. Decreto de Asamblea Nacional de la República Bolivariana de Venezuela. 04 de abril de 2003. Disponível em: <http://www.bcv.org.ve/fiem/fiem.htm>. Acesso em: 17/05/2010.

DECRETO N° 2991 (1998). *Ley del Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica*. Decreto de Rafael Caldera. 04 de noviembre de 1998. Disponível em: <http://www.bcv.org.ve/fiem/fiem.htm>. Acesso em: 17/05/2010.

DECRETO No. 6519 (2008). *Altera o art. 9º e os Anexos I, II, VII, VIII, IX e X do Decreto nº 6.439, de 22 de abril de 2008, que dispõe sobre a programação orçamentária e financeira, estabelece o cronograma mensal de desembolso do Poder Executivo para o exercício de 2008 e dá outras providências*. Decreto do Presidente da República. Casa Civil, Subchefia para Assuntos Jurídicos, 30 de julho de 2008. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2007-2010/2008/Decreto/D6519.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Decreto/D6519.htm). Acesso em: 14/05/2010.

DECRETO No. 7113 (2010). *Institui o Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil - CDFSB, e dá outras providências*. Decreto do do Presidente da República. 19 de fevereiro de 2010. Disponível em: <http://www.dji.com.br/decretos/2010-007113/2010-007113.htm>. Acesso em: 14/05/2010.

ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT INDEX OF DEMOCRACY (2009). *Democratic Index*. Sovereign Wealth Fund Institute, 2009. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/research/democracy.php>. Acesso em: 29/11/2008.

ESCHWEILER, Bernhard; FERNANDEZ, David G (2008). "Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer". *JP Morgan Research*. Março 2008. Disponível em: [http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos\\_preliminares/SWF22May08.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/SWF22May08.pdf). Acesso em: 19/01/2009.

ESPÚLVEDA, Patricio (2008). *Compatibilidad del Manejo Financiero de la Deuda con las Necesidades Fiscales*. Jefe Oficina de la Deuda, Ministerio de Hacienda, Chile, Mayo 2008. Disponível em: [www.iadb.org/lacdebtgroup/.../09\\_Patricio%20Sepulveda.ppt](http://www.iadb.org/lacdebtgroup/.../09_Patricio%20Sepulveda.ppt). Acesso em: 26/05/2010.

FORERO, Laura Piraján (2010). "No hay bonanza petrolera, pero la habrá": Andi. *La Republica*, 14 de maio, 2010. Disponível em: [http://www.larepublica.com.co/archivos/ECONOMIA/2010-05-14/no-hay-bonanza-petrolera-pero-la-habra-andi\\_100259.php](http://www.larepublica.com.co/archivos/ECONOMIA/2010-05-14/no-hay-bonanza-petrolera-pero-la-habra-andi_100259.php). Acesso em: 17/05/2010.

GOBIERNO DE CHILE – MINISTERIO DE HACIENDA (2010). *Fondos Soberanos*. Dirección de Presupuestos, 2010. Disponível em: <http://www.dipres.cl/572/propertyvalue-15496.html>. Acesso em: 26/05/2010.

- HALLIDAY, Fred (2008). "Sovereign Wealth Funds: power vs principle". *Open Democracy*. 5/03/08. Disponível em: [http://www.opendemocracy.net/article/globalisation/global\\_politics/stolen\\_wealth\\_funds](http://www.opendemocracy.net/article/globalisation/global_politics/stolen_wealth_funds). Acesso em: 22/01/2009.
- IMF - INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009). *International Financial Statistics* (IFS), 2009. Disponível em: <http://www.imfstatistics.org/imf/>. Acesso em: 24/09/2009.
- IMF EXTERNAL RELATIONS DEPARTMENT (1998). "IMF Management Welcomes Venezuela's Adjustment Efforts". *News Brief* No. 98/13 May 19, 1998. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sec/nb/1998/nb9813.htm>. Acesso em: 17/05/2010.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (2008). *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) - Santiago Principles*. International Monetary Fund, Outubro de 2008. Disponível em: [www.iwgswf.org/pubs/gapplist.htm](http://www.iwgswf.org/pubs/gapplist.htm). Acesso em: 29/05/2009.
- JOHNSON, Steve (2007). "The Rise of Sovereign Wealth Funds", *IMF Finance and Development*, Vol 44, No. 3, Setembro 2007. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/straight.htm>. Acesso em: 23/07/2008.
- KAY, Stephen J ; QUISPE-AGNOLI, Myriam (2002). "A Mixed Blessing: Oil and Latin American Economies". *EconSouth*, Vol. 4, No. 3, Third Quarter 2002. Disponível em: [http://www.frbatlanta.org/pubs/econsouth/econsouth-vol\\_4\\_no\\_3-a\\_mixed\\_blessing\\_oil\\_and\\_latin\\_american\\_economies.cfm?redirected=true](http://www.frbatlanta.org/pubs/econsouth/econsouth-vol_4_no_3-a_mixed_blessing_oil_and_latin_american_economies.cfm?redirected=true). Acesso em: 10/05/2010.
- KETKAR, S.; NATELLA, S. (1993). "An Introduction to Emerging Markets Fixed Income Instruments". CS First Boston, maio, 1993.
- KIMMITT, R. M. "Public footprints in private markets", In: *Foreign Affairs*, Vol. 87, No. 1, Jan/Fev 2008. Disponível em: <http://www.foreignaffairs.com/articles/63053/robert-m-kimmitt/public-footprints-in-private-markets>. Acesso em: 19/05/2008.
- LA NACIÓN DE CHILE (2010). "Reconstrucción con "súper fondo" y protección para desempleados". *Economía, Equipo de Economía / País*, 24 de março, 2010. Disponível em: <http://www.lanacion.cl/reconstruccion-con-super-fondo-y-proteccion-para-desempleados/noticias/2010-03-23/215202.html>. Acesso em: 26/05/2010.
- LINABURG, Carl; MADUELL, Michael (2009). *Linaburg-Maduell Transparency Index. Sovereign Wealth Funds Institute, 4th Quarter 2009*. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/research/transparencyindex.php>. Acesso em: 11/01/2010.
- LOYOLA, Gustavo (2008). "Fundo soberano aumenta risco macroeconômico". *Valor Econômico*, Dezembro de 2008. Disponível em: [http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF\\_loyola.htm](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/SWF_loyola.htm). Acesso em: 14/05/2010.
- LYONS, Gerald (2007). "State capitalism: the rise of sovereign wealth funds". *Standard Chartered Research Documents*, 2007. Disponível em: <http://research.standardchartered.com/researchdocuments/Pages/ResearchArticle.aspx?&R=50729>.
- MAISONNAVE, Fabiano (2007). "Ajuda de Chávez vem de fundos que só ele controla". *Mundo*, Folha de S. Paulo, 15 de março, 2007. Disponível em: [www1.folha.uol.com.br/fsp/indices/inde15032007.htm](http://www1.folha.uol.com.br/fsp/indices/inde15032007.htm). Acesso em: 17/05/2010.
- MARINHO, Jefferson Milton (2004). *Os Fundos de Pensão e o Financiamento do Desenvolvimento na Perspectiva Pós-keynesiana: uma análise de países selecionados*. Dissertação de Mestrado. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Faculdade de Ciências Econômicas – Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), 2004. Disponível em: Acesso em: 26/05/2010.

MINISTÉRIO DA FAZENDA (2008). *Fundo Soberano do Brasil (FSB)*. Documentos do Ministério da Fazenda, Maio de 2008. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/documentos/2008/maio/a130508.pdf>. Acesso em: 14/05/2010.

MINISTERIO DEL PODER POPULAR PARA ECONOMÍA Y FINANZAS (2010). *El Fondo de Desarrollo Nacional, S.A.* Gobierno Bolivariano de Venezuela, 2010. Disponível em: <http://www.fonden.gob.ve/index.php?m=2&t=2>. Acesso em: 17/05/2010.

MORRIS, Charles (2008). *O crash de 2008: Dinheiro fácil, apostas arriscadas e o colapso global do crédito*. São Paulo: Aracati, 2009.

NUGÉE, John (2009). “Sovereign Wealth Fund’s coming of age: unrivaled titans to uncertain mortals”. In: *Vision: Sovereign Wealth Funds emerging from the financial crisis*. State Street Corporation, Junho de 2009. Disponível em: [http://www.statestreet.com/vision/downloads/Vision\\_SovereignWealth\\_2009\\_IV-1.pdf](http://www.statestreet.com/vision/downloads/Vision_SovereignWealth_2009_IV-1.pdf). Acesso em: 13/03/2010.

OCAMPO, J.A (2007). “The Instability and Inequities of the Global Reserve System”, *DESA Working Paper* No. 59, November, 2007. Disponível em: [http://www.un.org/esa/desa/papers/2007/wp59\\_2007.pdf](http://www.un.org/esa/desa/papers/2007/wp59_2007.pdf). Acesso em: 17/05/2009.

OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2009). “Economic Survey of Mexico”. *Policy Brief*, July 2009. Disponível em: [www.oecd.org/dataoecd/23/28/43371045.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/23/28/43371045.pdf). Acesso em: 09/05/2010.

OXFORD ANALYTICA (2006). *Venezuela Monetary Transparency. Country Report 2006*. Oxford Analytica Ltd, December 2006. Disponível em: [www.calpers.ca.gov/eip.../venezuela-monetary-report-2006.pdf](http://www.calpers.ca.gov/eip.../venezuela-monetary-report-2006.pdf). Acesso em: 17/05/2010.

PONS, Corina Rodriguez; CANCEL, Daniel (2010). “Venezuela Depleted Savings Amid Oil Revenue Plunge”. *Business Week*, Update1. April 29, 2010. Disponível em: <http://www.businessweek.com/news/2010-04-29/venezuela-depleted-savings-amid-oil-revenue-plunge-update1-.html>. Acesso em: 17/05/2010.

PROJETO DE LEI NO. 3674 (2008). *Cria o Fundo Soberano do Brasil - FSB, dispõe sobre sua estrutura, fontes de recursos e aplicações, e dá outras providências*. Decreto do Congresso Nacional, 23 de maio de 2008. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Projetos/PL/2008/msg466-080703.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Projetos/PL/2008/msg466-080703.htm). Acesso em 14/05/2010.

REUTERS (2010). “Compra de dólar por fundo soberano não terá teto, diz Tesouro”. *Folha Online*, 08 de janeiro, 2010. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u676494.shtml>. Acesso em : 14/05/2010.

RINALDI, Patrícia (2010). *Estados e Fundos Soberanos de Riqueza: Instrumentos de retrocesso ou avanço da globalização financeira?* Dissertação de Mestrado em Ciência Política. Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Universidade de Campinas (IFCH-UNICAMP), 2010.

ROEDER, Jonathan (2009). “Mexico Announces New Oil Hedge For 2010 at \$57/Barrel”. *I Market News*, December 8, 2009. Disponível em: <http://imarketnews.com/node/5777>. Acesso em 09/05/2010.

ROZANOV, Andrew (2005). *Who holds the wealth of nations?* State Street Global Advisors, Agosto de 2005. Disponível em: <http://www.libertyparkusafd.org/lp/Hancock/Special%20Reports/Sovereign%20Wealth%20Funds/Who%20Owns%20the%20Wealth%20of%20Nations%20-%202005.pdf>. Acesso em: 04/12/2009.

ROZANOV, Andrew (2009). “Long-term consequences of the financial crisis for Sovereign Wealth Funds”. In: *Vision: Sovereign Wealth Funds emerging from the financial crisis*. State Street Corporation, Junho de 2009. Disponível em:

[http://www.statestreet.com/vision/downloads/Vision\\_SovereignWealth\\_2009\\_IV-1.pdf](http://www.statestreet.com/vision/downloads/Vision_SovereignWealth_2009_IV-1.pdf).

Acesso em: 13/03/2010.

SIMÃO, Edna ; FERNANDES, Adriana. “Governo inicia capitalização de estatais”. *O Estado de S. Paulo*. 01 de maio, 2010. Disponível em: <https://conteudoclipingmp.planejamento.gov.br/.../governo-inicia-capitalizacao-de-estatais>.

Acesso em : 14/05/2010.

SOLIANI, Andre (2009). “Brazil May Tap Wealth Fund Next Year, Bernardo Says”. *Bloomberg*, Update 2, August 11, 2009. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601086&sid=aBX5CmxRB.sc>. Acesso em : 14/05/2010.

STRANGE, Susan (1998). “What Theory? The Theory in Mad Money”. *Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation CSGR Working Paper No 18*. Coventry: University of Warwick, 1998. Disponível em: <http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/csgr/research/.../1998/wp1898.pdf>. Acesso em: 12/02/2009.

SUMMERS, Lawrence (2007). “Funds that shake capitalist logic”. *Financial Times – Columnists*. 29 de Julho, 2007. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/2/bb8f50b8-3dcc-11dc-8f6a-0000779fd2ac.html>. Acesso em: 02/08/2008.

SWF - SOVEREIGN WEALTH FUNDS INSTITUTE (2008). *Subprime Report - Cash Infusions*. 26 de Janeiro, 2008. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/research/subprimereport.php>. Acesso em: 27/11/2009.

SWF INSTITUTE (2010 a). “FEM - Macroeconomic Stabilization Fund”. *List of Sovereign Wealth Funds*, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/venezuela.php>. Acesso em: 17/05/2010

SWF INSTITUTE (2010 b). “Pension Reserve and Social and Economic Stabilization Fund”. *List of Sovereign Wealth Funds*, 2010. Disponível em: <http://www.swfinstitute.org/fund/chile.php>. Acesso em: 26/05/2010.

TAVARES, Flávio Leitão; TAVARES, José Fernando Consentino; MOURA, Márcia Rodrigues (2008). *Fundo Soberano do Brasil; Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização (PL 3674/08)*. Câmara dos Deputados, Consultoria de Orçamento e Fiscalização Financeira, Estudo técnico 13/08, 11 de maio de 2008. Disponível em: <http://bd.camara.gov.br/bd/handle/bdcamara/1883>. Acesso em: 14/05/2010.

THE BOARD OF GOVERNORS OF THE TRINIDAD AND TOBAGO HERITAGE AND STABILISATION FUND (2009). *Trinidad And Tobago Heritage and Stabilisation Fund - Annual Report 2009*. September 30, 2009. Disponível em: <http://www.finance.gov.tt/documents/publications/pubA7E350.pdf>. Acesso em: 10/05/2010.

TONG, Sebastian (2008). “Chile says \$17 bln state funds eyeing equities, bonds”. *Reuters*, 13 de março, 2008. Disponível em: <http://www.reuters.com/article/idUSL1335515220080313>. Acesso em: 26/05/2010.

UTHOFF, Andras (1995). Reforma a los sistemas de pensiones em América Latina. *Revista de La CEPAL*, n.56, p.43-58, ago. 1995.