

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

IEDA MIYUKI KOSHI DIAS DE LIMA

**A NOVA ESTRUTURA GEOECONÔMICA INTERNACIONAL E A RECENTE
PROLIFERAÇÃO DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA**

PORTO ALEGRE

2009

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

IEDA MIYUKI KOSHI DIAS DE LIMA

**A NOVA ESTRUTURA GEOECONÔMICA INTERNACIONAL E A RECENTE
PROLIFERAÇÃO DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas, da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como exigência para obtenção do título de Mestre em Economia, com ênfase em Economia do Desenvolvimento.
Orientação: Prof. Dr. André Moreira Cunha.

PORTO ALEGRE

2009

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
Responsável: Biblioteca Gládis W. do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS

L732n Lima, Ieda Miyuki Koshi Dias de
 A nova estrutura geoeconômica internacional e a recente proliferação
 dos fundos soberanos de riqueza / Ieda Miyuki Koshi Dias de Lima. –
 Porto Alegre, 2009.
 000 f. : il.

 Orientador: André Moreira Cunha.

 Ênfase em Economia do Desenvolvimento.

 Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal do Rio
 Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-
 Graduação em Economia, Porto Alegre, 2009.

 1. Política governamental : Investimento estrangeiro. 2. Fundo público
 : Investimento estrangeiro. 3. Política governamental : Reservas
 monetárias. I. Cunha, André Moreira. II. Universidade Federal do Rio
 Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-
 Graduação em Economia. III. Título.

CDU 338.246.027
339.727.24

IEDA MIYUKI KOSHI DIAS DE LIMA

**A NOVA ESTRUTURA GEOECONÔMICA INTERNACIONAL E A RECENTE
PROLIFERAÇÃO DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas, da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como exigência para obtenção do título de Mestre em Economia, com ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Orientação: Prof. Dr. André Moreira Cunha.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Gentil Corazza
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

Prof. Dr. Maria Lúcia L. M. Pádua Lima
Fundação Getulio Vargas (FGV-SP)

Porto Alegre, 18 de maio de 2009.

RESUMO

O objetivo desta dissertação é entender, com base nas alterações da estrutura econômica e política do sistema econômico e financeiro internacional, os motivos que levaram alguns países emergentes, a criarem e/ou aprofundarem os fundos soberanos de riqueza nos últimos anos. O processo de proliferação é consequência direta da massiva acumulação de reservas que ocorreu na última década. Essa acumulação se deu em muitas economias emergentes, especialmente nos países produtores de petróleo e países asiáticos, que apresentavam grandes superávits comerciais com os EUA e outros países em desenvolvimento. Nesses países, as reservas alcançaram níveis além do necessário para cobrir o balanço de pagamentos, fornecendo uma oportunidade para que os administradores dessas reservas maximizassem os retornos. Assim, de forma a alcançar esse objetivo, foram analisados importantes fatores interdependentes e correlacionados, tais como (i) a liberalização econômica e financeira a partir da década de 1980; (ii) o processo de financeirização da economia mundial; (iii) a emergência de importantes economias em desenvolvimento; (iv) os crescentes desequilíbrios internacionais e, conseqüentemente, os possíveis mecanismos de ajuste; e (v) o acúmulo de capitais que levou ao processo de proliferação dos fundos soberanos de riqueza. Ressalta-se que os fatores acima mencionados não são objeto de análise específica da dissertação, mas constituem elementos essenciais que compõem o contexto para o entendimento próprio dos fundos soberanos e das principais causas do atual processo de proliferação. Dessa forma, faz-se necessário entender, sob um ponto de vista mais geral a história, os objetivos, a dimensão, o ritmo de crescimento e as implicações sistêmicas dos fundos soberanos de riqueza. Tal entendimento, juntamente com um conjunto de princípios políticos tanto para esses fundos como para os países receptores desses investimentos, poderia ajudar a preservar a abertura ao capital estrangeiro e promover a estabilidade financeira por todo o mundo. A proliferação dos fundos soberanos de riqueza é um movimento recente e de certa forma inovador, resultante das adaptações do sistema econômico internacional, surgido com o final da Guerra Fria. Isso significa que é um tema cujas reflexões e interpretações ainda não estão totalmente consolidadas, fato que cria tanto obstáculos ao seu estudo apropriado, mas também um desafio de se trabalhar com um tema de fronteira.

Palavras-chave: Fundos soberanos de riqueza, Acúmulo de reservas internacionais, Desequilíbrios externos, Economia internacional.

ABSTRACT

This thesis aims at examining, within the framework of the recent changes in the international political and economic systems, the reasons that led some emergent countries to create and/or enlarge their sovereign wealth funds. Such enlarging springs from the massive capital accumulation of the past decade which took place on a number of emerging countries, notably oil exporters and Asian economies – which achieved large trade surplus in their deals with the USA and other developing countries. In these countries, reserves greatly surpassed the amount needed for covering any possibility of trade balance deficit, allowing governments to maximize their returns. In order to examine this scenario, this thesis examines a number of its key, inter-related factors, such as: (i) the process of economic and financial liberalization started in the 80's; (ii) the increasingly important role played by the financial markets in global economy; (iii) the growing international imbalances and some possible mechanisms to fix them; (iv) the capital accumulation process which led to the spreading of sovereign wealth funds. Such factors do not constitute any kind of privileged object of this analysis but are listed as crucial elements to understand sovereign wealth funds and the causes of their sharp increase over the recent years. In fact, understanding these funds could contribute – if coupled with a set of investment policies including investors, as well – to preserve capital flows and stabilize world economy. The proliferation of sovereign wealth funds is a recent, innovative movement, which emerged from the economic adjusts world economy underwent after the Cold War. As an academic theme, it is still a frontier topic, a fact that makes its study more challenging and relevant.

Key-words: Sovereign wealth funds, Foreign exchange reserves, External imbalances, International Economics.

ZUSAMMENFASSUNG

Ziel dieser Dissertation ist es, auf Grund der Änderungen der wirtschaftspolitischen Struktur des Wirtschafts- und Finanzsystems, die Ursachen warum in den letzten Jahren manche Schwellenländer Staatsfonds gründen bzw. aufbauen, zu verstehen. Der Ausbreitungsprozess ist eine direkte Folge der massiven Anhäufung von Reserven des letzten Jahrzehnt. Dies konnte man in vielen Schwellenländern, insbesondere bei Ölexporteur und asiatischen Ländern, die große Handelsüberschüsse mit den Vereinigten Staaten und andere Entwicklungsländern registrierten, beobachten. Um das Defizit der Handelsbilanz zu decken, haben die Reserven in diesen Ländern ein exzessives Niveau erreicht. Den Verwaltern dieser Reserven wurde daher die Gelegenheit gegeben höchstmögliche Gewinne zu erzielen. Wichtige, voneinander abhängige Faktoren wurden analysiert, um an dieses Ziel näher zu kommen, wie (i) in den 80er Jahren initiierten wirtschaftlichen und finanziellen Liberalisierungsprozess; (ii) die immer wichtigere Rolle, die die Finanzmärkte in der globalen Ökonomie spielen; (iii) das Hervortreten von wichtigen Schwellenländern; (iv) die wachsende, internationale Missverhältnisse und die daraufhin mögliche Anpassungsmechanismen; und (v) Kapitalanhäufungen, die zum Ausbreitungsprozess von Staatsfonds führten. Es wird darauf hingewiesen, dass die oben erwähnten Faktoren nicht Zielobjekte dieser Dissertation darstellen, jedoch sich als grundlegende Elemente zusammensetzen, um Staatsfonds und Hauptursachen des jetzigen Ausbreitungsprozess im Zusammenhang zu verstehen. Daher ist es wichtig, durch einen generellen Standpunkt, die Geschichte, Ziele, Dimensionen, Wachstumsrate und Auswirkungen der Staatsfonds, zu verstehen. Diese Verständnisse könnten gemeinsam mit einer Zusammenstellung von politischen Prinzipien, sowohl für Fonds als auch für Investitionsempfänger, die Öffnung für Auslandskapital erhalten und weltweit finanzielle Stabilität fördern. Ursprünglich am Ende des kalten Krieges erschienen und Resultat der Anpassungen des internationalen Wirtschaftssystems, ist die Verbreitung der Staatsfonds eine relativ innovative und neue Bewegung. Als wissenschaftliches Thema handelt es sich hierbei noch um ein Grenzthema, was weitere Untersuchungen dagegen herausfordernd und relevant macht.

Sichwörter: Staatsfonds, Devisenreserven, Außenwirtschaftliches Ungleichgewicht, Internationale Ökonomie

AGRADECIMENTOS

Reservo este pequeno espaço em reconhecimento e gratidão às pessoas que foram fundamentais – direta ou indiretamente – não só na concretização desta dissertação, mas também durante todo o percurso do mestrado. Agradeço aos familiares, professores, amigos e colegas que compartilharam comigo idéias, fomentaram discussões e questionamentos que me não me deixaram desanimar no caminho em busca do meu objetivo.

Meu maior e mais importante agradecimento é direcionado aos meus pais, Ikuko e Ricardo. Muito obrigada por estarem sempre ao meu lado, com carinho, paciência e dedicação, me incentivando na busca do conhecimento e, principalmente, acreditando, de forma absoluta, na minha capacidade de realização.

Aos coordenadores, professores e colegas do Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGE) da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), pela oportunidade de crescimento, aprendizado, realização profissional e pessoal. Em especial, ao Prof. Dr. André Moreira Cunha, por ter acreditado e aceitado o desafio de uma orientação à distância e sobre um tema “da moda”, mas cujas reflexões e interpretações ainda não estão totalmente consolidadas. Sou muito grata também à equipe da secretaria do PPGE por todo apoio administrativo prestado com competência, organização e agilidade.

À Coordenação de Aperfeiçoamento Pessoal de Nível Superior (CAPES) e ao Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) pelo apoio financeiro concedido.

À Prof. Dra. Maria Lúcia Pádua Lima (Direito GV), pela confiança, amizade, competência profissional, incentivo e estímulo, e por ter sido a pessoa responsável por ter despertado em mim o interesse pela pesquisa acadêmica e, principalmente, pela Economia.

Ao Prof. Dr. José Garcez Ghirardi (Direito GV) pelo incentivo, apoio e confiança em mim e no meu trabalho, e pela gentil elaboração do *abstract* desta dissertação.

Aos meus amigos de Porto Alegre: Augusto Pinho de Bem e Lito Nunes, pelas nossas trocas de idéias, conversas e incentivos mútuos ao longo do curso, tenho certeza que são amizades que perdurarão. Um agradecimento especial à Carla Garcia, que durante o cumprimento dos créditos do curso, foi uma verdadeira Amiga, com “A” maiúsculo mesmo.

Aos meus amigos de longa data, Mariana Bellegarde, Lucas Pozzi, Michele da Silva, Francesco Giuliano Jr., Lays Yuri Yamamoto, e aos amigos mais recentes, Vivian Schorscher,

Flavia Scabin e Thiago Acca. Cada um, a sua maneira, contribuiu com não só com a amizade e a experiência, mas também, com sugestões para a realização deste trabalho.

Ao mais que amigo Tiago Yehia de La Barra, pela compreensão, apoio e companheirismo e pela primeira revisão deste trabalho.

Sou grata especialmente ao Luis Henrique Zamarioli: nossos almoços semanais foram encontros revigorantes e cheios de energia, em que entre um assunto e outro, eu sempre saía com algumas idéias e *insights* fundamentais para o prosseguimento dos trabalhos e concretização desta dissertação. Obrigada também pela minuciosa revisão.

Finalmente, às amigas e pesquisadoras da Direito GV Luciana de Oliveira Ramos e Dra. Ligia Paula Pinto Sica, em primeiro lugar pela amizade, companheirismo, incentivo, seriedade e competência profissional e, claro, pelo cuidado, atenção, impressões e sugestões relevantes na elaboração e na revisão da dissertação, e especialmente à Ligia pelo inesperado resumo em Alemão!

Registro ainda meus agradecimentos à banca examinadora composta pelos professores Gentil Corazza (UFRGS), Fernando Ferrari Filho (UFRGS) e Maria Lúcia Pádua Lima (Direito GV): obrigada pela atenção, cuidado e leitura deste trabalho, seus comentários foram enriquecedores e contribuíram para o aprimoramento da dissertação.

Muito obrigada!

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	12
1.1 Objetivos.....	15
1.2 Metodologia.....	16
1.3 Organização	17
2 ACUMULAÇÃO DE RESERVAS INTERNACIONAIS: MARCO TEÓRICO E ANÁLISE EMPÍRICA	19
2.1 Conjuntura internacional: breve análise	20
2.1.1 Crescimento e Comércio Internacionais.....	21
2.1.2 Aprofundamento dos mercados financeiros globais.....	28
2.2 Acumulação de reservas internacionais.....	30
2.2.1 Marco teórico.....	32
2.2.2 Análise empírica	41
2.3 Considerações finais	49
3 DESEQUILÍBRIOS MACROECONÔMICOS E MUDANÇAS ESTRUTURAIS	50
3.1 Os desequilíbrios internacionais em perspectiva histórica.....	51
3.1.1 Primeiro momento de desequilíbrio internacional: 1870 a 1914.....	51
3.1.2 Segundo período de desequilíbrio internacional: 1918 a 1939.....	55
3.1.3 Terceiro período de desequilíbrio internacional: 1959 a 1971	56
3.1.4 Quarto período de desequilíbrio internacional: 1977 a 1979	58
3.2 Os atuais desequilíbrios internacionais	60
3.2.1 Elementos dos desequilíbrios internacionais.....	62
3.2.2 Os mecanismos de ajuste externo.....	71
3.3 Considerações finais	76
4 A PROLIFERAÇÃO DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA	79
4.1 Os fundos soberanos de riqueza	82
4.1.1 Dimensão dos fundos soberanos	84

4.1.2 Definição dos fundos soberanos	85
4.1.3 Estrutura legal.....	90
4.1.4 Investimento	92
4.2 Implicações políticas	99
4.3 Considerações finais	101
5 CONCLUSÕES	103
5.1 Os fundos soberanos e a superação dos riscos sistêmicos da economia internacional.....	103
5.2 Intervenção estatal, mercado e soluções multilaterais.....	105
5.3 Elementos para reflexão	105
REFERÊNCIAS	109
ANEXO A – Lista de Fundos Soberanos	119
ANEXO B – Classificação dos Fundos Soberanos	121

1 INTRODUÇÃO

O período pós-Guerra Fria é multifacetado, caracterizado pela emergência de uma “hiperpotência”, os EUA, seguida de diversos outros pólos, ou potências¹, de importância política, econômica, social e cultural. A virada do século XXI foi um marco importante, cujos desdobramentos políticos e econômicos ainda não estão totalmente definidos.

Por um lado, em termos de política internacional, essa perspectiva otimista foi posta em xeque com o evento ocorrido em 11 de setembro de 2001, em que Ocidente e Oriente se colocaram frente a frente em uma disputa de dimensões nunca antes vista, mais especificamente, devido à declaração unilateral de “guerra sem fim” feita pelo Presidente George W. Bush².

Por outro, em termos de economia internacional, no ano de 2001, as autoridades monetárias norte-americanas adotaram medidas, cujo objetivo era a ampliação do crédito hipotecário, como resposta à crise da Nasdaq (bolsa de valores de alta tecnologia), indicando um novo ciclo de recessão na economia norte-americana e o fim do superávit fiscal federal do período 1998-2001³.

Ademais, o ano de 2001 marcou também a entrada da China na Organização Mundial do Comércio (OMC), o que pode ser considerado um ato expressivo, que consolida o posicionamento da China frente ao sistema multilateral de comércio. Isso significa que, a partir desse momento, as negociações comerciais realizadas com a China serão fundamentadas nas regras multilaterais da OMC, reduzindo as ameaças de retaliação unilateral, fornecendo, assim, maior estabilidade e previsibilidade ao sistema⁴. Além disso, é um reconhecimento de que a ascensão chinesa é um processo inevitável e essencial da nova estrutura econômica e política que vem se formando desde o final do século XX.

¹ É o caso, por exemplo, dos BRICs, termo criado pelo banco de investimentos Goldman Sachs para designar um grupo específico de países em desenvolvimento – Brasil, Rússia, Índia e China – que crescem rapidamente, com perspectivas de superarem, por volta de 2050, o padrão de desenvolvimento dos países mais ricos.

² Antes do 11/09, Huntington (1993) já havia previsto uma nova fase da política internacional, na qual as divergências no contexto global seriam predominantemente de ordem cultural. Segundo o autor, os Estados continuariam a ser os principais agentes dos acontecimentos globais, contudo, os principais conflitos ocorreriam entre as nações e grupos de diferentes civilizações. Assim, o tal choque de civilizações dominaria a política global e as linhas de cisão entre civilizações seriam as linhas de batalha do futuro.

³ Sobre o assunto ver, por exemplo, Kraay e Ventura (2005).

⁴ Para maiores informações, ver, por exemplo, FMI, **World Economic Outlook**, Capítulo 1, Box 1.3, pp.27-28, outubro de 2000 e OMC, **China Trade Policy Review**, 2006 e 2008.

Dentro do atual processo de globalização, a partir da década de 1990, destaca-se a agenda de desenvolvimento neoliberal, conhecida também como Consenso de Washington, que estabeleceu globalmente uma dinâmica competitiva e desregulatória, especialmente para o setor financeiro. Há, a partir desse período, um aumento da importância dos mercados financeiros para o funcionamento da economia e de instituições governamentais, para os níveis nacional e internacional. A isso, denominou-se financeirização, cujo papel é fundamental na eliminação dos controles de capital e encorajamento dos países em desregularem seus mercados financeiros.

Essa estrutura – formada a partir da crescente liberalização, integração e interdependência das economias – tem como elemento-chave a economia norte-americana que mesmo enfrentando os crescentes déficits comerciais e fiscais, consegue manter sua posição devido ao seu poder de atração de fluxos de capitais internacionais advindos, especialmente, dos países asiáticos, com destaque para a China.

A elevada liquidez internacional permitiu que países em desenvolvimento se recuperassem das crises dos anos 1980 e 1990. Dessa forma, esses países conseguiram cumprir suas obrigações de dívida perante organismos financeiros internacionais, criando condições para o crescimento econômico e superávits comerciais, os quais permitiram o acúmulo de reservas internacionais em níveis acima dos considerados suficientes. Esse excesso de reservas, aliado ao controle cambial, em um contexto de desequilíbrio internacional possibilitou o desenvolvimento e a multiplicação dos fundos soberanos de riqueza.

De maneira geral, os fundos soberanos são considerados instrumentos de investimento governamental, baseados em ativos estrangeiros e, por vezes, administrados separadamente das reservas oficiais. Os administradores desses fundos têm tolerância ao risco, buscam altos retornos, e sempre visando a um horizonte de investimento de longo prazo. São criados com o objetivo de alcançar uma variedade de metas macroeconômicas, de interesse do governo que os detêm. Isso aponta para uma contradição importante, que deverá ser enfrentada em breve: a proliferação dos fundos soberanos está tornando o Estado em um grupo investidor bastante ativo – em meio a um contexto de décadas de discursos e ações em favor da liberalização comercial e financeira, com redução da intervenção estatal na economia.

Segundo o *Sovereign Wealth Fund Institute*, existem 48 fundos soberanos no mundo. Os recursos de 64% desses fundos têm origem no petróleo e seus derivados, os demais (36%) têm origem em outras fontes. Além disso, 46% dos fundos estão em países do Oriente Médio, seguidos pela Ásia com 35% e a Europa com 13%. Juntos, esses fundos totalizam entre US\$

3,5 a 4 trilhões de ativos, o que é pouco se comparado ao total de ativos mundiais que está em torno de US\$ 50 trilhões. Estimativas indicam que por volta de 2015, esses fundos acumularão cerca de US\$ 10 a 12 trilhões.

A atual situação financeira permitiu o delineamento dos benefícios em potencial dos fundos soberanos como um instrumento estabilizador. Os problemas nos mercados de crédito desde meados de 2007 reduziram a liquidez e aumentaram a pressão sobre o capital das instituições financeiras. As injeções de capital dos fundos soberanos em diversas instituições financeiras de países desenvolvidos foram importantes, pois vieram em um momento crítico em que havia escassez de capital de risco e o mercado estava pessimista. Dessa forma, os fundos soberanos ajudaram a fortalecer o sistema bancário global e criaram confiança no sistema financeiro internacional como um todo.

As principais preocupações sobre os fundos soberanos, levantadas especialmente pelos países desenvolvidos – que são os principais receptores de seus investimentos – estão focadas (i) em questões de transparência – nas contas externas e internas de um país e nos objetivos de investimento e administração dos fundos; (ii) nos diferentes objetivos dos fundos, e suas interpretações em relação aos riscos e os horizontes de investimento; (iii) no enfoque do retorno e não da liquidez das necessidades do balanço de pagamentos; e (iv) na questão da segurança nacional, isto é, como são administrados por órgãos de governo, os investimentos dos fundos soberanos podem ser usados para fins além da maximização de retornos, privilegiando interesses estratégicos de política externa. Em particular, outras questões ainda permanecem em aberto, pois não há dados suficientes para uma análise mais profunda, como por exemplo, o impacto potencial das alocações de ativos dos países e as estratégias de investimento sobre o movimento internacional de capitais e os preços dos ativos.

Essas preocupações poderão ser superadas, em especial, por meio de discussões multilaterais, permitindo a participação de diversos atores no debate e evitando, dessa forma, ações de caráter protecionista. É o caso, por exemplo, da iniciativa multilateral do *International Working Group of Sovereign Wealth Funds*, uma organização internacional estabelecida em maio de 2008, que conta com o apoio do FMI, e que em menos de seis meses após a sua criação lançou um documento (“Princípios de Santiago”) que procura identificar uma estrutura de princípios e práticas gerais que refletem, de maneira apropriada, os arranjos de governança e responsabilidade, bem como a condição prudente e confiável das práticas de investimento dos fundos soberanos.

Apesar de todas as preocupações suscitadas pela proliferação dos fundos soberanos, é possível destacar alguns pontos positivos, por exemplo, eles contribuem para o

desenvolvimento econômico de seus países, ajudam a proteger suas economias das volatilidades do mercado de *commodities*, melhoram o perfil dos portfólios de risco controlados pelo governo e podem incrementar as capacidades administrativas, financeira e fiscal. Nos países receptores, os fundos soberanos podem também trazer benefícios geralmente associados com o investimento estrangeiro, como por exemplo, estimulando os negócios e criando empregos.

Por meio do acúmulo de reservas internacionais, os governos dos países em desenvolvimento buscam a redução da vulnerabilidade e a manutenção da liquidez na economia, para assim, criarem condições de sustentação da política econômica. Contudo, os elevados níveis de reservas apontam para potenciais riscos de instabilidade para a economia mundial. Os mercados emergentes e a economia global podem sofrer mudanças rápidas e desordenadas devido a problemas que podem surgir no âmbito dos mercados de ativos, da administração das finanças dos bancos centrais, e da contração da demanda agregada doméstica e global.

Nesse sentido, a liderança dos EUA em um ambiente de profundas alterações geopolíticas é fundamental para o estímulo à coordenação de políticas multilaterais, com a participação efetiva dos países em desenvolvimento. A redistribuição geográfica de poderes, isto é, a emergência de países do leste asiático, China e Índia, de países produtores de petróleo, localizados principalmente no Oriente Médio, e de alguns países da América Latina, geram implicações políticas uma vez que a base do atual sistema econômico internacional foi definida pelos vitoriosos da II Guerra Mundial. Isto é, além da superação dos desequilíbrios é preciso acomodar os interesses das economias emergentes e detentoras de fundos soberanos. Esses novos atores devem, portanto, ter uma maior participação nos fóruns de negociação.

1.1 Objetivos

O objetivo desta dissertação é entender, com base nas alterações da estrutura econômica e política do sistema econômico e financeiro internacional, os motivos que levaram alguns países emergentes, a criarem e/ou aprofundarem os fundos soberanos de riqueza nos últimos cinco anos. Dessa forma, faz-se necessário entender, sob um ponto de vista mais geral a história, os objetivos, a dimensão, o ritmo de crescimento e as implicações sistêmicas dos fundos soberanos de riqueza. Tal entendimento, juntamente com um conjunto

de princípios políticos tanto para esses fundos como para os países receptores desses investimentos, poderia ajudar a preservar a abertura ao capital estrangeiro e promover a estabilidade financeira por todo o mundo.

1.2 Metodologia

A pesquisa fundamentou-se na busca e na análise de indicadores quantitativos disponíveis exclusivamente em páginas da Internet.

No caso do estudo do acúmulo de reservas internacional, foram utilizados dados de crescimento, comércio internacional (importações e exportações), variação de preços de *commodities*, fluxo de capitais, nível de reservas internacionais, composição cambial das reservas internacionais, nível de M2⁵ e dívida externa de curto prazo, extraídos das bases de dados do Banco Mundial (*World Development Report*, 2007), Fundo Monetário Internacional (*World Economic Outlook*, de abril de 2008; *International Financial Statistics*, de agosto de 2008; e *Composition of Official Foreign Exchange Reserves*, de dezembro de 2008) e da Organização Mundial do Comércio (*International Trade and Tariff Data*, 2007). Foram selecionados dados de 28 países, cujas reservas internacionais foram consideradas representativas: América Latina (6): Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Venezuela. Ásia (11): Brunei, China, Cingapura, Coreia do Sul, Filipinas, Hong Kong, Índia, Indonésia, Malásia, Tailândia, Vietnã. Oriente Médio (7): Arábia Saudita, Barein, Emirados Árabes, Irã, Kuwait, Omã, Qatar. Outros (4): Argélia, Cazaquistão, Líbia, Rússia. Os dados compreendem o período de 1980 a 2008, com algumas variações.

No estudo dos desequilíbrios macroeconômicos internacionais e mudança estrutural, a pesquisa foi baseada na análise dos indicadores de conta corrente, balança comercial, comércio internacional, poupança e investimento, e ativos norte-americanos em poder de estrangeiros, obtidos nas bases de dados do Fundo Monetário Internacional (*World Economic Outlook*, de outubro de 2008), Organização Mundial do Comércio (*International Trade and Tariff Data*, 2008), e Tesouro norte-americano (*Treasury International Capital System*, de dezembro de 2008).

⁵ O termo M2 é utilizado para indicar a agregação de “broad money”, isto é, M1 (moedas em circulação + cheques de viagem + depósitos à vista + outros depósitos) + aplicações de overnight + fundos mútuos do mercado monetário (exceto pessoas jurídicas) + contas de depósito no mercado monetário + depósitos de poupança + depósitos a prazo de menor valor.

Ademais, foram levantados dados específicos dos fundos soberanos, encontrados principalmente em páginas na Internet especializadas no assunto, tais como o *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* e o *Sovereign Wealth Fund Institute*. Foram ainda utilizados dados do Fundo Monetário Internacional (*Global Financial Stability Report*, 2007). Contudo, é preciso destacar que existem dificuldades em se estimar o tamanho e o alcance desses fundos, uma vez que os governos nem sempre disponibilizam as informações a respeito das posições de investimento desses fundos devido, principalmente, a questões de segurança e estratégia nacionais.

1.3 Organização

A dissertação é constituída por cinco Capítulos, sendo esta introdução o primeiro deles. Em seguida, o segundo Capítulo é intitulado “Acumulação de reservas internacionais: marco teórico e análise empírica” e tem como base a conjuntura internacional das últimas duas décadas, aliada aos diversos estudos empíricos e teóricos a respeito do acúmulo de reservas internacionais. Seu objetivo é apresentar e analisar os atuais níveis de reservas acumulados por países em desenvolvimento, tendo em vista tanto os benefícios como os custos de se manter um alto nível de reservas internacionais.

Esse Capítulo está organizado em três partes. A primeira parte apresenta uma breve análise da conjuntura econômica internacional, em que são analisados os dados de crescimento, de comércio internacional e de fluxos financeiros dos países desenvolvidos e em desenvolvimento no período de 1980 a 2007. A segunda parte aborda o marco teórico que fundamenta a discussão a respeito do acúmulo de reservas internacionais e também analisa os atuais níveis de reservas acumulados pelos países emergentes, tendo por referência três relações: (i) reservas/importações; (ii) reservas/M2; e (iii) reservas/dívida externa de curto prazo. E, a terceira parte apresenta as considerações finais e introduz a discussão para o Capítulo seguinte.

No terceiro Capítulo, “Desequilíbrios macroeconômicos e mudanças estruturais”, é analisada a mudança da estrutura econômica internacional, isto é, os desequilíbrios macroeconômicos internacionais. O Capítulo também está organizado em três partes. A primeira parte apresenta uma breve análise dos quatro períodos de desequilíbrio internacional ocorridos anteriormente. A segunda parte, por sua vez, analisa o atual período de

desequilíbrio internacional e as opções de mecanismos de ajuste disponíveis aos formuladores de política econômica e suas conseqüências para a economia internacional, tendo em vista as alterações geopolíticas e geoeconômicas que estão ocorrendo desde a crise financeira asiática, em 1997. Por fim, a terceira parte, assim como no Capítulo anterior, apresenta as considerações finais de modo a introduzir o debate pertencente ao Capítulo quatro.

O objetivo do quarto Capítulo, “A proliferação dos fundos soberanos e de riqueza”, é definir os fundos soberanos e tentar compreender o seu papel frente às mudanças e à crise do sistema financeiro internacional. O Capítulo está organizado em três partes. A primeira parte define os fundos soberanos de riqueza, analisando a sua dimensão e seu papel no contexto econômico internacional contemporâneo e os desafios e limites (jurídicos e políticos) impostos à regulação dos investimentos em âmbito internacional e a iniciativa multilateral. A segunda parte aborda algumas das implicações políticas desse novo instrumento financeiro. Finalmente, a terceira parte apresenta as considerações finais.

E, no quinto e último Capítulo são encontradas as conclusões deste estudo.

2 ACUMULAÇÃO DE RESERVAS INTERNACIONAIS: MARCO TEÓRICO E ANÁLISE EMPÍRICA

A partir da década de 1980, devido ao impacto da crise da dívida externa dos países em desenvolvimento, houve uma mobilização em favor da reestruturação econômico-financeira que criou condições macroeconômicas favoráveis, as quais restauraram a mobilidade de capitais, por meio, principalmente, da criação de novos mecanismos de regulação do capital financeiro, e posterior implantação da liberalização financeira.

Essa reestruturação levou a uma maior interdependência entre países desenvolvidos e em desenvolvimento. Em outras palavras, houve o aprofundamento do processo de globalização, que pode ser constatado não só no aumento do fluxo de comércio internacional, mas também no crescimento e desenvolvimento dos sistemas financeiros internacionais. Dessa forma, a interdependência entre as economias tornou os mercados mais líquidos, melhorando o acesso ao capital para os tomadores de empréstimos, ajudando a precificar os ativos financeiros de maneira mais eficiente, criando oportunidades de diluição dos riscos.

Portanto, a elevada liquidez internacional, aliada a melhorias nas condições macroeconômicas, permitiu que países em desenvolvimento se recuperassem das crises dos anos 1980 e 1990, melhorando seus fluxos comerciais e financeiros. Assim, esses países conseguiram cumprir suas obrigações de dívida perante organismos financeiros internacionais, criando as condições tanto para o alcance dos superávits comerciais como para o crescimento econômico. Essas condições permitiram o acúmulo de reservas internacionais em níveis acima dos considerados “suficientes” para cobrir ou prevenir um eventual desequilíbrio econômico e financeiro, fornecendo uma oportunidade para que os administradores dessas reservas maximizassem seus retornos. Nesse sentido, não se pode negar que a recente proliferação dos fundos soberanos de riqueza é consequência direta da massiva acumulação de reservas internacionais que ocorreu nos últimos dez anos.

O termo “reservas internacionais” pode ser definido como o conjunto de ativos externos, com grande liquidez, mantido e administrado pelas autoridades monetárias (bancos centrais) que são reconhecidos e aceitos internacionalmente, como unidades internacionais

econômicas, para pagamento de obrigações financeiras ou financiamento dos desequilíbrios externos⁶.

Tendo como base a conjuntura internacional das últimas duas décadas, aliada aos diversos estudos empíricos e teóricos a respeito do acúmulo de reservas internacionais, o objetivo deste Capítulo é apresentar e analisar os atuais níveis de reservas acumulados por países em desenvolvimento, tendo em vista tanto os benefícios como os custos de se manter um alto nível de reservas internacionais. Relacionando-os, assim, com o movimento de proliferação dos fundos soberanos de riqueza dos últimos anos.

O Capítulo está organizado em três partes. A primeira parte apresenta uma breve análise da conjuntura econômica internacional, em que são analisados os dados de crescimento, de comércio internacional e de fluxos financeiros dos países desenvolvidos e em desenvolvimento no período de 1980 a 2007. A segunda parte aborda o marco teórico que fundamenta a discussão a respeito do acúmulo de reservas internacionais e também analisa os atuais níveis de reservas acumulado pelos países emergentes, tendo por referência três relações: (i) reservas/ importações; (ii) reservas/ M2; e (iii) reservas/ dívida externa de curto prazo. Finalmente, a terceira parte apresenta as considerações finais e introduz a discussão para o Capítulo seguinte.

2.1 Conjuntura internacional: breve análise

Nos últimos anos, a economia internacional caracterizou-se pelo crescimento contínuo do produto dos países e do aprofundamento dos mercados financeiros globais. Tal período de crescimento é único desde a crise do petróleo da década de 1970. Além disso, uma

⁶ Por exemplo, caso um país em desenvolvimento e exportador não mantenha um determinado nível de reservas internacionais e sofra um profundo declínio nos preços de seu principal produto de exportação, ele enfrentará dificuldades de encontrar formas alternativas de financiamento. Conseqüentemente, o país arcaria com uma depreciação da taxa de câmbio e uma redução na taxa de crescimento a fim de manter o nível da balança comercial equilibrada por meio da administração dos fluxos de capitais. Dessa forma, o acúmulo de reservas internacionais pode reduzir o impacto dos eventuais choques no balanço de pagamentos, evitando a depreciação da taxa de câmbio e a redução do crescimento do PIB, diminuindo não só a volatilidade macroeconômica, mas também melhorando as expectativas de crescimento de longo prazo por meio do estímulo de investimentos impulsionados pelo cenário de estabilidade.

característica importante é que esse crescimento é partilhado intensamente entre os países – desenvolvidos e em desenvolvimento.

Ademais, constata-se uma redução significativa da volatilidade na maioria dos países e regiões. Em particular, as melhorias na conduta das políticas monetária e fiscal, bem como um aprimoramento institucional contribuíram para a diminuição da volatilidade. Ressalta-se, contudo, que as perspectivas de estabilidade futura não devem ser consideradas permanentes, pois a dinâmica do ciclo de negócios ainda se faz presente⁷.

Esta seção tem por objetivo introduzir o panorama da conjuntura internacional das últimas décadas, com base nos dados de crescimento, comércio internacional e fluxos de capitais divulgados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pela Organização Mundial do Comércio (OMC)⁸.

2.1.1 Crescimento e Comércio Internacionais

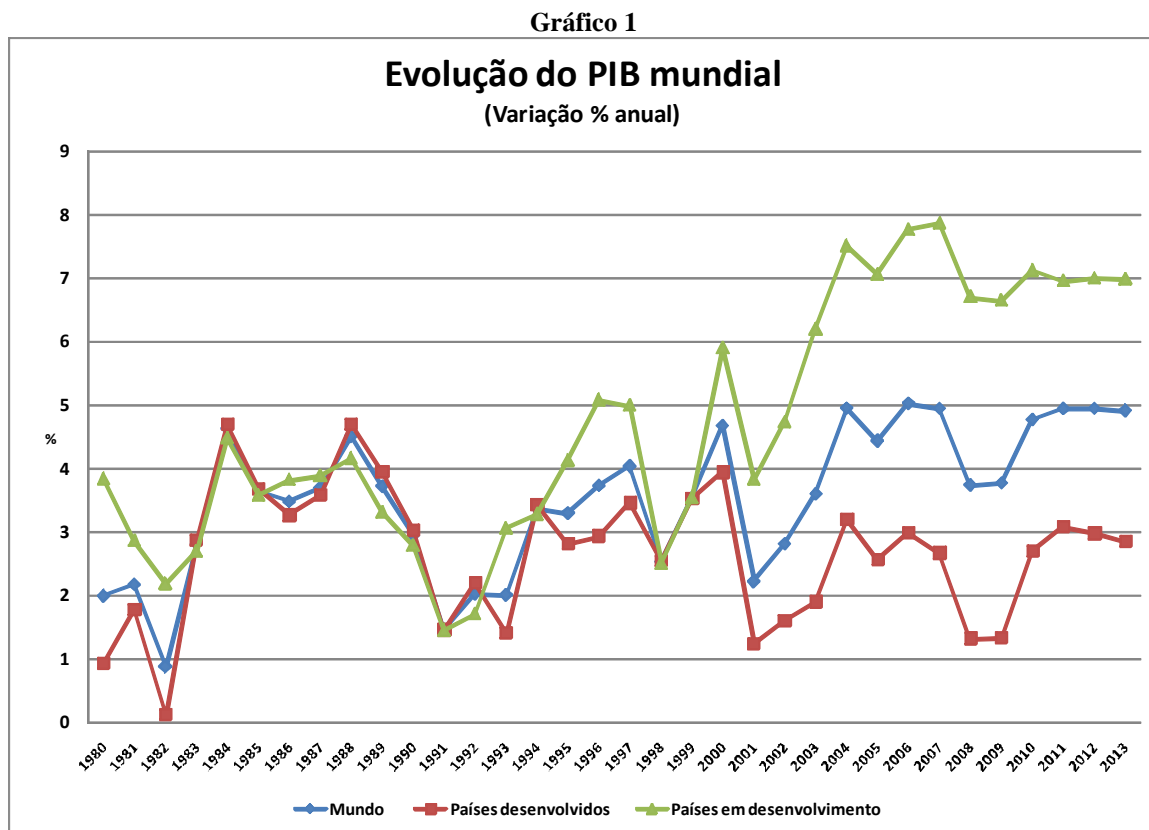
Segundo dados do FMI (Gráfico 1), entre os anos de 1980 e 1990, a média do crescimento mundial foi de pouco mais de 3% ao ano: países desenvolvidos cresceram em torno de 2,96% ao ano e os países em desenvolvimento, 3,41% ao ano. Entre os anos de 1991 a 2000, a média de crescimento manteve-se praticamente inalterada, girando em torno de 3% ao ano (2,77% ao ano para os países desenvolvidos e 3,56% ao ano para os países em desenvolvimento).

A partir do ano 2000, constata-se que o aumento do Produto Interno Bruto (PIB) passa a ser crescente tanto para países desenvolvidos como para países em desenvolvimento. A média mundial entre os anos de 2001 a 2007 foi de quase 4% ao ano. Os países desenvolvidos apresentaram uma leve queda no ritmo de crescimento, alcançando 2,31% ao ano. Em contrapartida, os países em desenvolvimento cresceram uma média de 6,42% ao ano, impulsionados principalmente pelo crescimento acelerado da China. Segundo projeções do FMI, esse ritmo de crescimento tende a permanecer pelos próximos cinco anos⁹.

⁷ Um exemplo importante a se considerar é o período de crescimento forte e sustentável que se deu entre o final dos anos 1960 e início dos de 1970, que sofreu uma interrupção abrupta. Tal exemplo serve de referência sobre o que poderia acontecer caso as políticas não consigam aplicar os ajustes necessários para diminuir os riscos emergentes.

⁸ Os dados referentes a 2008 em diante são projeções feitas pelas próprias organizações internacionais.

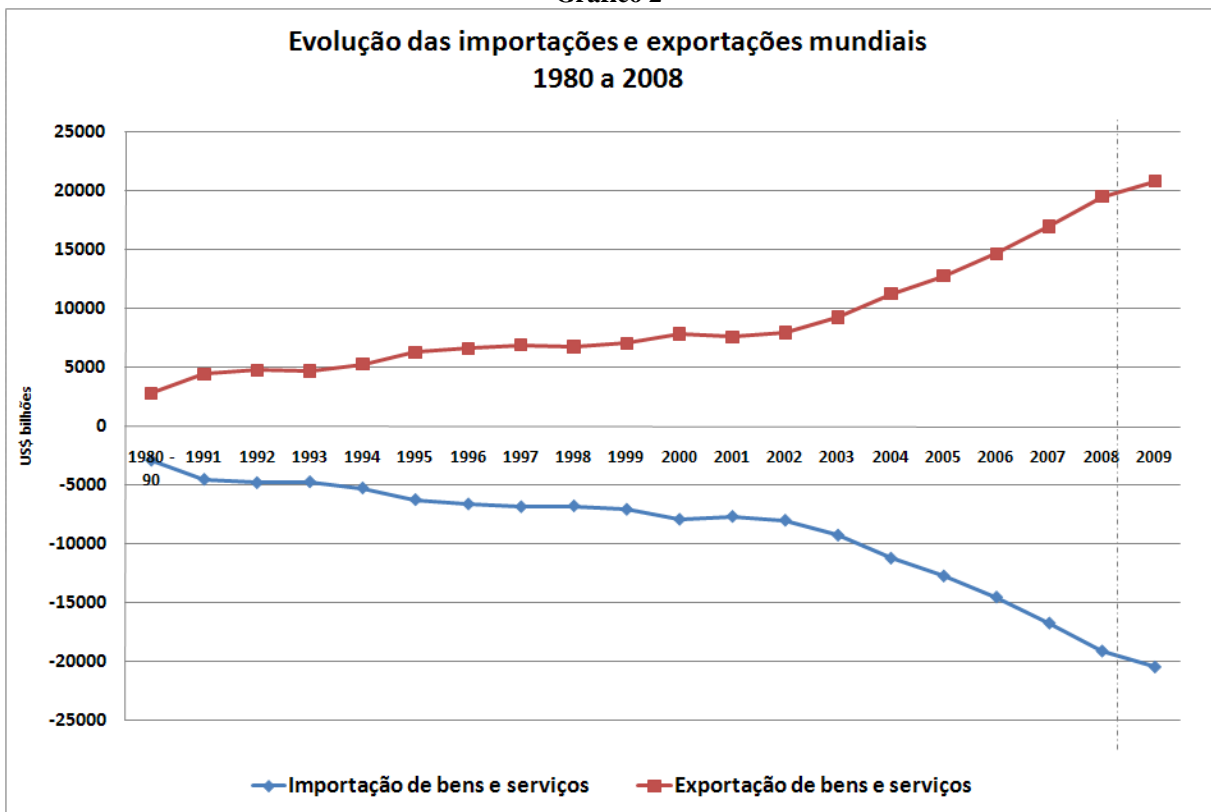
⁹ Em 2009 essa projeção foi rebaixada devido à evolução da crise financeira.



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2008.

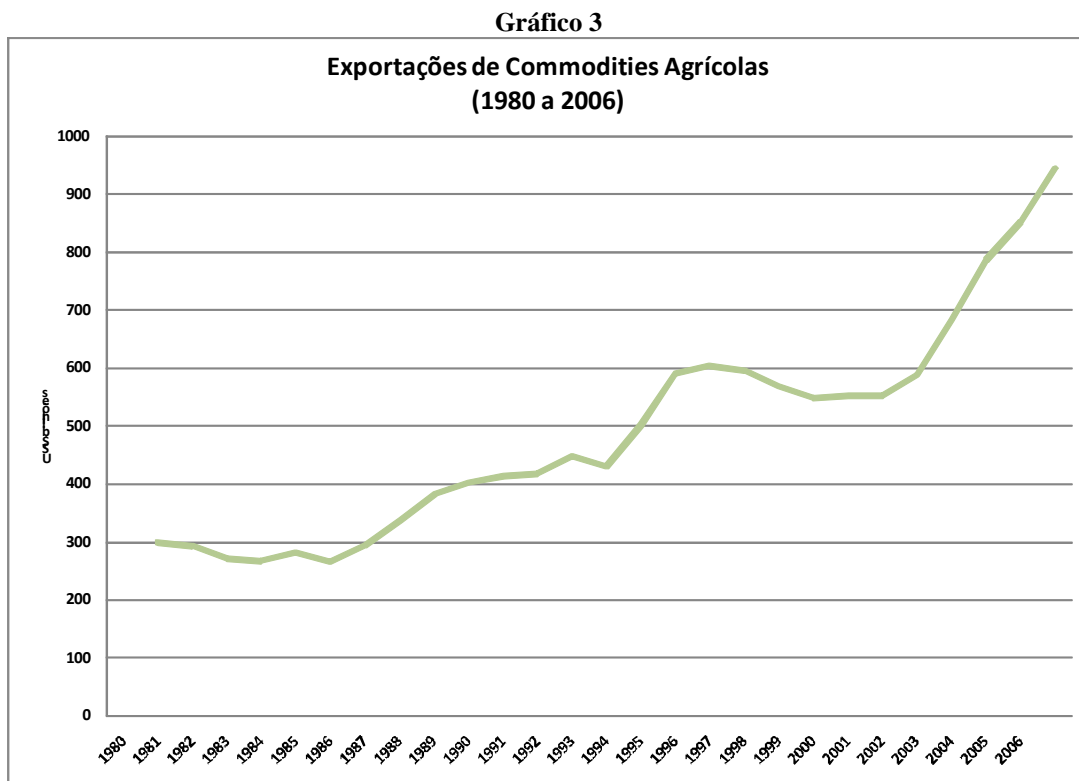
Paralelamente, observa-se que junto ao aumento do PIB mundial, como era de se esperar, também houve uma elevação das importações e das exportações de bens e serviços (Gráfico 2). A partir de meados da década de 1990, as importações e exportações mundiais se elevam em relação à década anterior. Anos mais tarde, em 2002, o comércio internacional se intensifica de maneira extraordinária. A média dos anos 1980 a 1990 era de aproximadamente US\$ 3 trilhões; no período seguinte, nos anos de 1991 a 2000, esse valor duplica, alcançando os US\$ 6 trilhões; finalmente entre os anos 2001 a 2007, o valor ultrapassa o valor dos US\$ 11 trilhões.

Gráfico 2

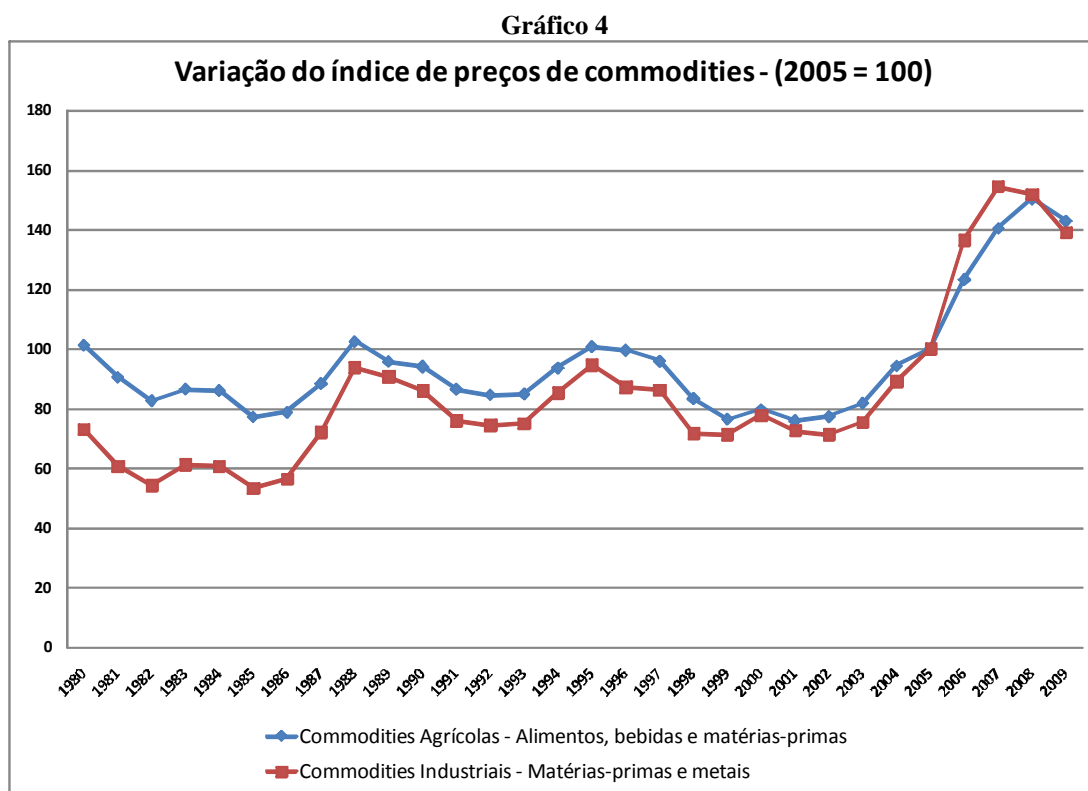


Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2008.

Abaixo, o Gráfico 3 ilustra a evolução das exportações de *commodities* agrícolas entre os anos de 1980 a 2006, em que se observa o crescimento praticamente contínuo das exportações e, a partir do ano de 2002, uma curva ascendente mais acentuada. No gráfico seguinte (Gráfico 4), pode-se observar que a variação de índice de preços de *commodities* agrícolas e industriais é mais volátil, mas, mesmo assim, a partir dos anos 2000 sofreu uma forte elevação, com perspectivas, segundo o FMI, de ir declinando pelos próximos anos.



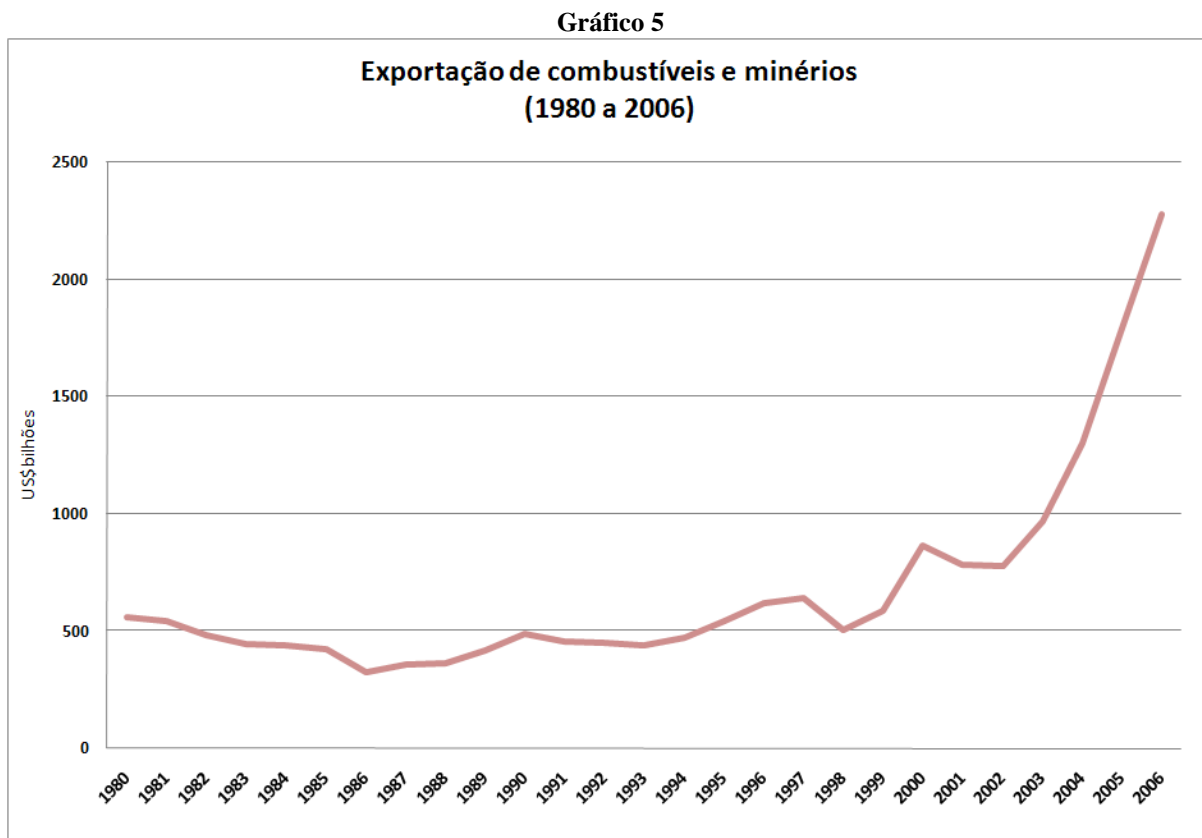
Fonte: OMC, *International Trade and Tariff Data*, Acesso em 06 de agosto de 2008.



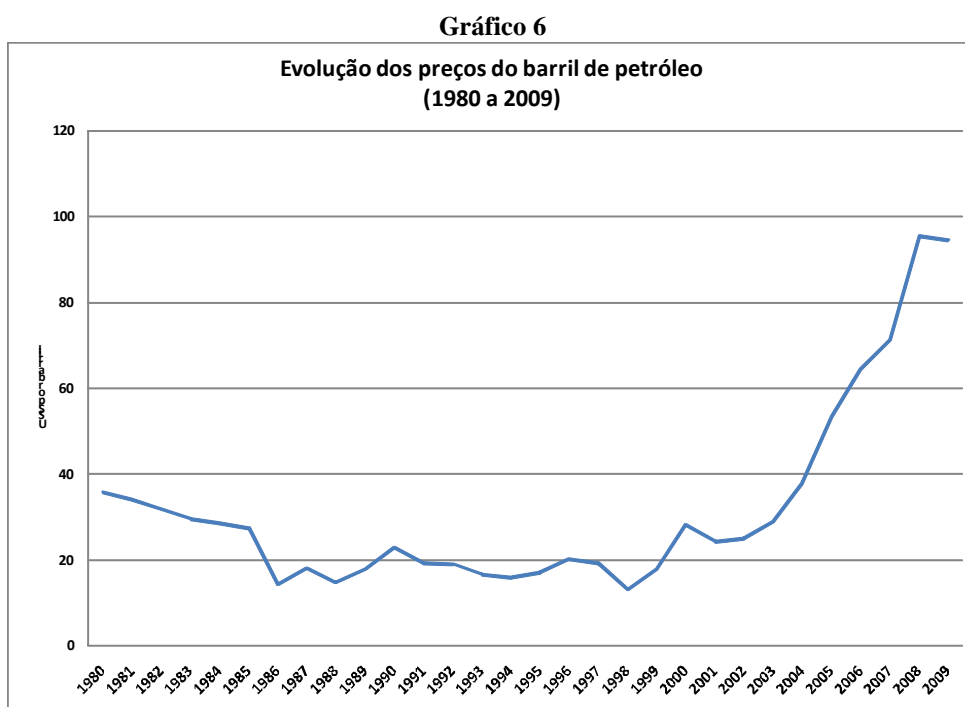
Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2008.

O Gráfico 5, por sua vez, apresenta a evolução da exportação de combustíveis e minérios, também com uma acentuada elevação a partir do ano 2002. Essa elevação pode ser

explicada não só pelo aumento das exportações, mas principalmente pela elevação do preço do barril de petróleo, que é apresentado no gráfico seguinte (Gráfico 6).



Fonte: OMC, *International Trade and Tariff Data*, Acesso em 06 de agosto de 2008.



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2008.

Observa-se que, nos últimos anos, os altos preços do petróleo exerceram pouco impacto sobre o crescimento econômico e sobre a inflação dos países, especialmente dos países em desenvolvimento. Isso se deve ao fato de que muitos desses países passaram a adotar políticas monetárias críveis, juntamente a políticas cambiais flexíveis e mercados produtivos mais liberalizados. Além disso, o aumento dos preços de *commodities* contrabalançou, de certa forma, os possíveis impactos negativos da elevação dos preços do petróleo.

No caso dos países exportadores de petróleo, o aumento nos preços significou superávit comercial e fiscal, com aumento no nível de reservas internacionais. Para os importadores de petróleo, especialmente aqueles com conta corrente equilibrada e amplas reservas internacionais, foi possível cobrir os gastos com a importação de petróleo.

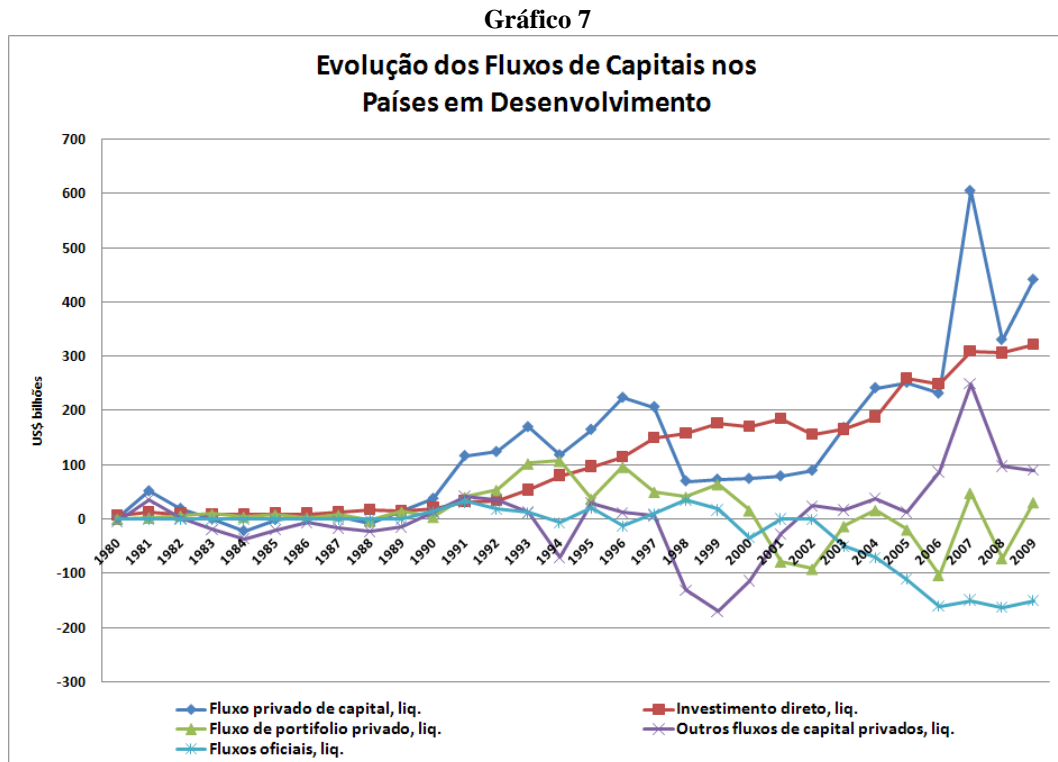
À medida que o crescimento mundial avança, constata-se uma maior interdependência entre as economias e, conseqüentemente, um aprofundamento das relações entre mercados financeiros dos países desenvolvidos com os dos países em desenvolvimento. Tal fato torna os mercados mais líquidos, melhorando o acesso ao capital para os tomadores de empréstimos, ajudando a precificar os ativos financeiros de maneira mais eficiente, e aumentando as oportunidades de diluir os riscos. Nesse sentido, o aumento das exportações e dos preços das *commodities* possibilitou aos países em desenvolvimento o incremento de seus mercados financeiros, tornando-os assim, fornecedores de capital para o resto do mundo, diferentemente do que previa a teoria econômica.

Além disso, a flexibilidade cambial, aliada a menores taxas de juros reduziu de maneira dramática o incentivo à procura de empréstimos estrangeiros de curto-prazo, uma grande vulnerabilidade que contribuiu para as crises financeiras da década de 1990. Os governos também adotaram medidas para acelerar o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico a fim de criar um mercado financeiro mais diversificado que fosse capaz de se adaptar aos fluxos voláteis de capitais.

Dessa forma, pode-se afirmar que o aumento dos fluxos de capitais ocorreu devido à aplicação de políticas domésticas efetivas e melhores condições financeiras globais, diferentes daquelas estabelecidas durante o aumento dos fluxos de capitais ocorridos durante a década de 1990.

A partir da década de 1980 houve uma mobilização em favor da reestruturação econômico-financeira devido ao impacto da crise da dívida externa dos países em desenvolvimento. A liberdade de escolha dos ativos pelo investidor de caráter privado,

institucional ou governamental, estimulada pela liberalização dos mercados financeiros gerou novos mecanismos de regulação do capital financeiro, permitindo, na década seguinte, a liberalização financeira, a qual restaurou a mobilidade de capitais que não era vista há quase um século¹⁰.



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, abril de 2008.

Por meio do Gráfico 7 é possível observar que a partir de 1990 há um aumento dos fluxos privados de capitais e do investimento direto nos países em desenvolvimento. Destaca-se uma redução abrupta dos fluxos privados, devido à crise asiática. Contudo, depois disso, os fluxos privados iniciam um processo ascendente, atingindo seu ponto máximo em 2007, quase R\$ 605 bilhões.

¹⁰ A globalização financeira não é um fenômeno recente. Em Fishlow (1985), por exemplo, é possível encontrar uma importante revisão de literatura, especialmente de estudos até a década de 1950. Em relação às obras mais recentes podem-se citar, dentre vários trabalhos, por exemplo, Eichengreen (1996), Bordo, Eichengreen e Kim (1998), Bordo, Eichengreen e Irwin (1999), Obstfeld e Taylor (2002, 2004) e Mishkin (2006).

2.1.2 Aprofundamento dos mercados financeiros globais

Dentro do atual processo de globalização, destaca-se uma dinâmica competitiva e desregulatória, especialmente para o setor financeiro. Há, a partir desse período, um aumento da importância dos mercados financeiros para o funcionamento da economia e de instituições governamentais, para os níveis nacional e internacional. Isso ficou conhecido como financeirização¹¹, cujo papel é fundamental na eliminação dos controles de capital e encorajamento dos países em desregularem seus mercados financeiros.

Essa estrutura, formada a partir da crescente liberalização, integração e interdependência das economias, tem como principal elemento-chave a economia norte-americana, a qual, mesmo enfrentando os crescentes déficits comerciais e fiscais, consegue manter sua posição devido ao seu poder de atração de fluxos de capitais internacionais advindos, especialmente, dos países asiáticos, com destaque para a China.

A última década, portanto, é caracterizada pelo expressivo crescimento dos sistemas financeiros internacionais, acompanhados da inovação em diversos e complexos produtos financeiros. Além disso, a globalização promoveu uma grande mobilidade dos capitais na esfera internacional, com destaque especial para o capital financeiro, caracterizado pela mobilidade a baixos custos em busca de grandes lucros¹².

Palley (2007) cita três teorias macroeconômicas favoráveis à financeirização: a primeira, desenvolvida por Friedman (1953); a segunda, por Arrow e Debreu (1954); e a terceira, por Brainard e Tobin (1977). O autor ainda apresenta as principais críticas a essas visões, advindas especialmente do *mainstream*, contudo ele ressalta tais críticas exercem pouco impacto sobre as idéias a respeito dos mercados financeiros ou sobre a forma de condução da política econômica, os quais permanecem guiados pela crença de que a desregulação e a expansão dos mercados financeiros melhoram o bem-estar da sociedade¹³.

De acordo com Friedman (1953) *apud* Palley (2007), a especulação é uma atividade estabilizadora. Em outras palavras, os preços de mercado são definidos pelos fundamentos econômicos e, quando eles divergem dos fundamentos, há a criação de oportunidades

¹¹ Segundo Epstein (2001) *apud* Palley (2007) a financeirização refere-se ao aumento da importância dos mercados financeiros, dos motivos financeiros, das instituições financeiras e das elites financeiras na operação da economia e nas instituições governamentais, tanto nos níveis nacional como internacional.

¹² Característica que incentiva a especulação, tornando os países mais vulneráveis a crises financeiras e de balanço de pagamentos. Basta citar as sucessivas crises no decorrer da década de 1990: México (1994), Rússia (1997), Leste Asiático (1998) e Brasil (1999), além dos estouros de bolhas financeiras em 2000, das empresas “ponto com” e a recente crise no mercado *sub-prime* (2007/2008).

¹³ Palley (2007) p. 6.

lucrativas. Dessa forma, os especuladores compram ou vendem ativos, levando os preços à condição de equilíbrio, garantida pelos fundamentos. Além disso, a expansão do comércio também é considerada um fator que melhora os resultados dos mercados financeiros, pois estimula a liquidez do mercado, fazendo com que os preços se tornem menos susceptíveis aos distúrbios esporádicos ou à manipulação do mercado por agentes.

Arrow e Debreu (1954) *apud* Palley (2007), por sua vez, consideram que a expansão dos mercados e dos ativos financeiros estimula a eficiência econômica. Isto é, por meio da criação de novos instrumentos financeiros os agentes do mercado criam melhores condições de avaliação dos resultados econômicos. Além disso, esses instrumentos permitem o aprimoramento da alocação *ex-ante* dos recursos e auxiliam os agentes a criarem portfólios com menores riscos e melhores retornos.

Finalmente, Brainard e Tobin (1977) *apud* Palley (2007) apresentam a Teoria “q”, em que o termo “q” representa a razão entre o preço de mercado do capital e seu custo de reposição. Dessa forma, quando “q” é maior que a unidade ($q > 1$), o preço de mercado excede o custo de reposição. Isso envia um sinal ao mercado de que há uma redução da oferta de capital e que existem oportunidades lucrativas de investimento, e as firmas respondem com uma elevação do investimento.

Recentes estudos indicam que a globalização alterou o processo de ajuste dos desequilíbrios internacionais¹⁴. Por exemplo, pode-se argumentar que os grandes déficits ou superávits da conta corrente são conseqüências naturais do aprofundamento da integração econômica, comercial e financeira e que, portanto, esse mesmo ambiente criaria seus próprios mecanismos de ajuste dos desequilíbrios externos.¹⁵

A globalização acarretou novos desafios e riscos. Grandes posições externas aumentam a exposição das economias aos distúrbios do mercado financeiro, aumentando os riscos associados a um eventual realinhamento de expectativas dos investidores. Nesse sentido, as crises inerentes ao sistema financeiro exigem uma atuação maior por parte do Estado, de forma a propiciar um ambiente institucional estável que garanta os investimentos direcionados para o desenvolvimento da inovação, moldando o ambiente econômico e

¹⁴ Para tanto, caberia fazer uma comparação entre a globalização financeira ocorrida na época do padrão-ouro, isto é o período de 1870-1914, e a atual globalização financeira. São períodos que apresentam algumas características em comum, tais como, (i) grandes fluxos de capitais e déficits de conta corrente (Bordo, Eichengreen e Kim, 1998; Obstfeld e Taylor, 2004); e (ii) reversões de conta corrente (Bordo e Eichengreen, 1999 ; Bordo *et alli*, 2001). Quanto às diferenças, destacam-se (i) o padrão de distribuição geográfica dos déficits e superávits de conta corrente; (ii) posições externas mais amplas, isto é, grau de exposição ao risco; e (iii) diferentes mecanismos de ajustes (Bordo, 1984; Obstfeld, 2004).

¹⁵ A discussão sobre os mecanismos de ajuste dos desequilíbrios externos será apresentada no Capítulo 3 desta dissertação.

financeiro por meio de políticas monetárias e industriais, fortalecendo, em última instância, o sistema nacional de inovação.

Sob essa conjuntura econômica internacional, a conta corrente em muitos países em desenvolvimento, particularmente os maiores exportadores de petróleo e os países emergentes asiáticos, saiu do déficit para um grande superávit, intensificando a demanda por acumulação de reservas. Muitos deles acumularam reservas para além do nível considerado “suficiente” para se protegerem, por exemplo, de choques adversos no balanço de pagamentos ou de crises financeiras globais.

Esse “excedente” de reservas ao mesmo tempo em que cria oportunidades também gera custos de oportunidade, isto é, os administradores das reservas internacionais passam a maximizar seus retornos, por meio da aplicação desses recursos em novos instrumentos de investimento, como por exemplo, os fundos soberanos de riqueza, contudo, a manutenção de reservas tem custos. Mais precisamente, identificam-se dois custos: o primeiro é o custo de oportunidade em se manter reservas; e o segundo é o custo de ajuste que incorre quando as reservas atingem baixos níveis. Esse custo de ajuste, geralmente é interpretado como o produto ou o bem-estar anterior às medidas políticas usadas para gerar excedente necessário para a acumulação de reservas¹⁶.

2.2 Acumulação de reservas internacionais

Países desenvolvidos e em desenvolvimento acumulam reservas por diversos motivos, principalmente, pelo motivo precaucional, ou seja, com o objetivo de se prevenirem contra momentos de crises sociais e econômicas inesperadas e custosas. Dessa forma, uma vez que os países acumulam reservas com o objetivo de se precaverem contra desequilíbrios econômicos e financeiros inesperados, é importante entender não só quais seriam os níveis considerados “suficientes” ou “ótimos” para financiar tais desequilíbrios, mas também os determinantes da demanda por reservas internacionais.

Entretanto, é preciso antes definir o que são reservas internacionais. Segundo Heller (1966), as reservas internacionais possuem duas características dos meios de pagamento

¹⁶ Segundo Flood e Marion (2002), os dois custos estão inter-relacionados uma vez que um alto nível de reservas reduz a probabilidade de se ter um ajuste e, portanto reduz os custos esperados de ajuste, mas seu benefício advém do custo de ganhos anteriores. A administração de reservas ótimas envolve o encontro do nível que minimize esse custo de acumulo de reservas, uma vez esse nível tenha atingido seu patamar mais baixo.

internacional: (i) devem ser aceitas a qualquer momento, como unidades internacionais econômicas, para pagamento de obrigações financeiras; e (ii) seu valor em unidades estrangeiras deve ser reconhecido internacionalmente. Nesse sentido, o autor afirma que os ativos que se qualificam sob essa definição são: reservas oficiais em ouro; e moeda estrangeira conversível. Flood e Marion (2002) ainda colocam mais um tipo de ativo que se qualifica como reservas internacionais, que é o caso da posição das reservas no FMI¹⁷.

É sabido que o acúmulo de ouro constituía uma parte significativa das reservas internacionais dos países sob o Sistema de Bretton Woods¹⁸, contudo, eles foram reduzindo-se relativamente desde a queda do sistema. Provavelmente por causa disso, muitos estudos empíricos sobre os determinantes das crises financeiras de 1980 e 1990 optam por analisar o nível de reservas menos ouro.

As reservas internacionais, segundo definição do FMI¹⁹, constituem ativos externos que são controlados e estão à disposição dos governos para o financiamento direto dos desequilíbrios de balanço de pagamentos. As reservas, por definição, são investidas em títulos altamente líquidos e comercializáveis, isto é, títulos de países desenvolvidos.

Em suma, reservas internacionais são ativos externos, com grande liquidez, mantidos e administrados pelas autoridades monetárias (bancos centrais) que são aceitos e reconhecidos internacionalmente, como unidades internacionais econômicas, para pagamento de obrigações financeiras ou financiamento dos desequilíbrios externos.

A seguir será apresentado o marco teórico que fundamenta a discussão a respeito dos limites do acúmulo de reservas, além de analisar os atuais níveis de reservas por parte, principalmente, dos países em desenvolvimento, tendo por referência três relações: (i) reservas/ importações; (ii) reservas/ M2; e (iii) reservas/ dívida externa de curto prazo.

¹⁷ Flood e Marion (2002) ainda citam outro estudo da década de 1960 (Kenen e Yudin, 1965) que também considera ativos brutos de reservas internacionais, uma vez que tais autores não haviam chegado a um critério aceitável para excluir ou incluir esses tipos de ativos.

¹⁸ Os anos que se seguiram ao desmoronamento do sistema de Bretton Woods trouxeram algumas conseqüências importantes. O fracasso em restabelecer um sistema de taxas de câmbio fixas se deveu à crescente mobilidade de capitais internacionais, fragilizando as âncoras cambiais e dificultando os ajustes periódicos (Eichengreen, 2000). É preciso ressaltar que os motivos da necessidade de manter reservas eram outros – as características do sistema de Bretton Woods – câmbio fixo. Maiores informações a respeito do papel do ouro no sistema monetário internacional e do ouro como reserva, ver Bordo e Eichengreen (1998).

¹⁹ O FMI desenvolveu em 1999 um modelo de avaliação para a indicação de reservas, o que atualmente é usado por 50 países, sendo 30 emergentes.

2.2.1 Marco teórico

Os motivos que levam os países a acumularem reservas são diversos: se, por um lado, existe a necessidade de maximização do bem-estar da sociedade como um todo, por outro, há a obrigação de ajuste dos eventuais desequilíbrios internacionais. O Estado deve, portanto, encontrar formas de financiamento que equilibrem essas necessidades, identificando a solução menos custosa, social e economicamente.

Segundo Keynes (1992), os agentes econômicos têm preferência pela liquidez de seus ativos devido à incerteza quanto ao futuro da conjuntura econômica e, assim, optam por manter sua riqueza na forma de moeda. Analogamente, os Estados também possuem essa preferência, que é explicitada pelo acúmulo de reservas internacionais. Assim, Keynes afirma que a preferência pela liquidez é determinada por três motivos: o transacional; o especulativo; e o precaucional.

O motivo transacional está relacionado ao fato de que os agentes econômicos preferem liquidez para assegurar as transações básicas. Apesar de ser importante para o indivíduo, o motivo transacional tem pouca influência sobre a decisão das autoridades monetárias na definição da composição de portfólio. Nesse caso, consiste no acúmulo de ativos para o financiamento de transações, que podem ser tanto para a cobertura da conta corrente como da conta capital. Não existe, contudo, uma relação fixa entre as transações e o nível de ativos líquidos nas mãos da autoridade monetária. O nível ótimo também pode ser afetado pelas taxas de juros e pela inflação. De maneira geral, a autoridade monetária não está ligada diretamente à dinâmica do comércio internacional.

O motivo especulativo, por sua vez, é efeito das expectativas de mudanças nas taxas de juros sobre a demanda por ativos líquidos. Quando há uma queda na taxa de juros, os agentes econômicos esperam um aumento dela, de tal forma que preferem acumular ativos e não investir no mercado financeiro. Segundo Keynes, quando as taxas de juros aumentam, o retorno dos investimentos nos mercados financeiros diminui e vice-versa. Contudo, a autoridade monetária, de maneira geral, não se envolve em atividades especulativas.

Finalmente, o motivo precaucional exerce influência marcante sobre a decisão da autoridade monetária em determinar o estoque de reservas internacionais. Os agentes econômicos preferem a liquidez, a fim de se prevenirem contra momentos de crises sociais e econômicas inesperadas e custosas. Se houvesse completa certeza de que as contas internacionais estariam sempre em equilíbrio, em um determinado período, não haveria

necessidade do acúmulo de reservas, ou se os países tivessem capacidade de se ajustar instantaneamente a qualquer desequilíbrio que pudesse acontecer nas contas internacionais, também não haveria necessidade de acumular reservas internacionais. Contudo, existem custos associados ao processo de ajuste, e os países desejam reduzi-los por meio da manutenção de reservas, em determinados níveis suficientes para financiar os desequilíbrios das contas internacionais.

Uma vez que os países acumulam reservas com o objetivo de se precaverem contra desequilíbrios econômicos e financeiros inesperados²⁰, é importante entender não só quais seriam os níveis considerados “suficientes” ou “ótimos” para financiar tais desequilíbrios, mas também os determinantes da demanda por reservas internacionais²¹. Essa discussão teve seu ápice em meados da década de 1960 e início da de 1970, período considerado delicado do sistema capitalista internacional, em que o Sistema de Bretton Woods entrava em crise.

Além disso, em meados da década de 1960, o debate a respeito das necessidades de reformas no Sistema de Bretton Woods fizeram com que os estudiosos se perguntassem a respeito dos níveis adequados das reservas internacionais e se elas eram distribuídas de maneira ótima entre os países. Nesse período, a escala mais utilizada para a mensuração da adequação dos níveis de reservas internacionais eram as importações. Portanto, a razão reservas/importações era uma referência importante na composição das políticas de administração de reservas dos países. Segundo Grubel (1971) *apud* Flood e Marion (2002), a escolha por essa relação foi influenciada, principalmente, pela teoria quantitativa da moeda²².

Ao final da década de 1970 e começo da de 1980, os pesquisadores estavam mais interessados em entender se havia ocorrido alguma mudança na demanda por reservas depois do fim de Bretton Woods. Eles também estavam preocupados em saber se a demanda por reservas de países desenvolvidos e em desenvolvimento era diferente.

²⁰ Contudo, é preciso ressaltar que a interpretação “precaucional” não é a única a tentar explicar os motivos que levam os países a acumularem reservas internacionais. A outra interpretação é a “mercantilista”, que considera a acumulação de reservas como o resíduo da política industrial, que pode, ao mesmo tempo, impor externalidades a outros países (Aizenman e Lee (2005) *apud* Cunha e Van der Laan (2008)). Atualmente, pode-se afirmar que a tendência de altos níveis de reservas não apenas nos países em desenvolvimento, mas também nos desenvolvidos, é baseada na conjuntura de grande liquidez da economia internacional.

²¹ Uma discussão pertinente introduzida por Kelly (1970), é a diferenciação entre a demanda por reservas e o nível adequado de acúmulo de reservas. O autor afirma que a necessidade de reservas não é equivalente à demanda, uma vez que esta é resultado de considerações de origem política feitas pelos governos e que podem ou não corresponder às necessidades reais avaliadas (Kelly, 1970, p. 655).

²² Refere-se à teoria em que o nível de preços é proporcional à quantidade de moeda, a qual é expressa pela equação: $MV=PQ$, em que M é a quantidade de moeda, V é a velocidade de circulação, P é o nível de preço e Q é o valor real dos gastos finais. A teoria é baseada nas seguintes hipóteses: (i) a inflação tem origem, fundamentalmente, na taxa de crescimento da oferta de moeda; (ii) a oferta de moeda é exógena; (iii) a demanda por moeda, refletida em sua velocidade, é uma função estável da renda nominal e das taxas de juros; (iv) o mecanismo de injeção de moeda na economia não é importante no longo prazo; e (v) a taxa de juros real é determinada por fatores não-monetários, tais como, produtividade do capital e preferências.

O final da década de 1990 e começo dos anos 2000, por sua vez, foi um momento em que houve a renovação do interesse pela questão das reservas internacionais, devido, principalmente, às crises financeiras do período. O fato marcante é que países, que à época das crises mantinham altos níveis de reservas, sofreram pouco com os ataques especulativos. Além disso, o período em questão é marcado pela liberalização e aprofundamento dos mercados financeiros internacionais, especialmente em alguns dos principais países em desenvolvimento.

Assim, a noção de adequação de reservas mudou com as crises cambiais e financeiras dos anos 1990. Calvo (1996) *apud* Flood e Marion (2002) sugere que a vulnerabilidade de um país a crises deveria ser medida, em parte, pelo tamanho de sua oferta de moeda (M2), definida em relação ao acúmulo de reservas. Além disso, os modelos empíricos de predição de crises mostraram que a razão da dívida cambial de curto-prazo pelas reservas era um determinante importante sobre a vulnerabilidade a crises financeiras nos anos 1990. Isso significa que a dívida cambial de curto-prazo pode ser também uma variável importante de análise²³.

A última década do século XX reforçou três tendências na economia internacional que poderiam potencialmente ter uma influência importante sobre o acúmulo de reservas internacionais. A primeira é o aumento da mobilidade do capital, à medida que mais economias liberalizam seus mercados financeiros e reduzem os controles de capital. A segunda é o aumento da frequência e da intensidade das crises cambiais e financeiras, com um crescente número de países sofrendo com os ataques especulativos em suas taxas de câmbio fixas ou saída de credores internacionais por medo de possíveis calotes. A terceira é o aumento do número de países adotando o câmbio flexível.

De maneira geral, a demanda por reservas internacionais está relacionada tanto às questões de financiamento das transações internacionais quanto para auxiliar no enfrentamento de dificuldades inesperadas de balanço de pagamentos ou desequilíbrios internacionais. Esses estudos consideram que a demanda por reservas internacionais depende de um conjunto de variáveis econômicas e/ou políticas, dentre as quais, podem-se citar, por exemplo, tamanho do país; produção *per capita*; renda total; nível de abertura comercial (elasticidade de importações); volatilidade das exportações; desenvolvimento do sistema financeiro; controle de capitais; regime cambial; dívida externa; meios de pagamento e recebimento internacionais; e custos de oportunidade em se acumular reservas.

²³ A idéia de mensurar as reservas por meio de alguma obrigação internacional traz de volta os debates da década de 1960 sobre se as reservas devem ser reportadas em termos brutos ou líquidos.

Heller (1966) procura condensar, em um único índice, os diferentes fatores que, em sua opinião, exercem influência sobre o nível de reservas internacionais de cada país. Em seu estudo, ele vinculou o nível ótimo de reservas internacionais a três variáveis: a propensão a importar; o custo de oportunidade de se acumular reservas internacionais e a estabilidade das contas internacionais (como uma média de desequilíbrios anuais passados). Dessa forma, um aumento na propensão a importar ou no custo de oportunidade diminui o nível ótimo de reservas, enquanto um aumento da estabilidade das contas internacionais tende a aumentar o nível de reservas.

Além disso, Heller afirma que, para determinar um nível ótimo de reservas internacionais, é preciso levar em conta três parâmetros cruciais: (i) o custo de ajuste ao desequilíbrio externo; (ii) o custo de se acumular reservas internacionais; e (iii) a probabilidade de que haja necessidade de reservas a determinada magnitude.

Diferentemente de Heller, que analisa a demanda por reservas internacionais em países desenvolvidos e países em desenvolvimento indistintamente, Frenkel (1974) procura analisar separadamente essa questão, pois entende que os seus “parâmetros comportamentais” são significativamente diferentes²⁴. Dentre suas conclusões, o autor afirma que há uma relação positiva entre o acúmulo de reservas e (i) o tamanho relativo do comércio internacional; (ii) as receitas e os pagamentos internacionais; e (iii) o volume de importações.

Nesse sentido, a relação reservas/importações é uma medida apropriada da adequação das reservas, implicando para os países em desenvolvimento um “problema de liquidez”. Em outras palavras, devido a uma grande elasticidade de importação desses países, um determinado crescimento do volume de importações implicaria em um estoque de reservas maior, ou seja, maior necessidade de liquidez.

Esses modelos desenvolvidos principalmente no período pós-Segunda Guerra Mundial, também conhecido como modelos *buffer stock*, foram bem sucedidos na tentativa de explicação sobre o acúmulo de reservas internacionais. Resumidamente, o modelo *buffer stock* postula que o governo escolherá um nível inicial de reservas que minimize os custos totais esperados. Além disso, ele identifica dois custos: o primeiro é o custo de oportunidade em se manter reservas; e o segundo é o custo de ajuste que incorre quando as reservas atingem baixos níveis. O custo de ajuste é interpretado como a perda de produção durante a crise,

²⁴ As diferenças nos “parâmetros comportamentais” em relação ao acúmulo de reservas entre países em desenvolvimento e países desenvolvidos, segundo o autor, podem ser explicadas basicamente por diferenças no desenvolvimento e organização do mercado financeiro desses países e no acesso ao mercado de capitais internacionais.

então um país com grande abertura financeira e do lado real pode enfrentar um grande declínio na produção. Da mesma forma em que a abertura real e financeira aumenta tanto o tamanho e a frequência dos custos de ajuste, elas devem ser positivamente correlacionadas com o acúmulo de reservas.

Edwards (1981) considera que nem todos os países em desenvolvimento devem ser agregados em um mesmo grupo. O autor analisa a relação entre a demanda por reservas internacionais e a taxa de câmbio como instrumento de ajuste. Por meio de testes econométricos, ele demonstra que os países que mantiveram a taxa de câmbio fixa por um longo período apresentaram funções de demanda deferentes daqueles que flexibilizaram ou ajustaram suas taxas de câmbio para correção de desequilíbrios nas contas internacionais.

Assim, os resultados indicam que ambos os grupos tendem a eliminar o desequilíbrio de reservas de maneira rápida, contudo, o grupo de países que manteve a taxa fixa o fez em um ritmo mais lento que o outro grupo. Dessa forma, o autor espera que países que utilizam a taxa de câmbio como instrumento de correção de desequilíbrios transitórios do balanço de pagamentos acumulem menos reservas (em média) com o objetivo de financiá-los.

Edwards (1985) e Landell-Mills (1989) apontam para as dificuldades em se mensurar os custos de oportunidade envolvidos no acúmulo de reservas internacionais por parte dos países e sugerem alternativas para a análise desses custos. Segundo Edwards, as reservas internacionais geralmente são mantidas em forma de ativos de curto-prazo, isso significa que o atual custo de oportunidade de se manter essas reservas não é o produto marginal do capital do país analisado. Dessa forma, o autor sugere que a medida correta desse custo de oportunidade é um custo líquido, dado pela diferença entre o produto marginal do capital e o retorno obtido com o acúmulo de reservas. Landell-Mills, por sua vez, afirma que o custo de oportunidade deve ser considerado um determinante significativo e independente da demanda por reservas.

Flood e Marion (2002) estudam o rápido crescimento das reservas internacionais no final da década de 1990 à luz dos modelos desenvolvidos durante o Sistema de Bretton Woods. Segundo os autores, esses modelos ainda são válidos para a análise do período atual de câmbio flutuante, contudo, para eles, os modelos explicam apenas uma pequena parte dos motivos que levam à tão grande volatilidade das reservas.

Pode-se afirmar que a política cambial de um país, geralmente, é considerada como um fator que afeta o acúmulo de reservas. Considera-se que os países com câmbio fixo ou excessivamente administrados devem estar preparados para intervir no mercado cambial e assim devem acumular mais reservas que países com câmbio flexível (Frenkel, 1974,

Edwards, 1981). Nesse sentido, Reinhart e Reinhart (2008) analisam alguns dos instrumentos de controle das taxas de câmbio utilizados por parte dos países emergentes a fim de tentarem controlar os fluxos de capitais e a acumulação de reservas.

A abertura comercial também pode afetar o comportamento de acúmulo de reservas. Heller (1966) afirma que em momentos de ausência ou baixos níveis de reservas, qualquer déficit temporário no balanço de pagamentos deveria ser corrigido por meio da redução dos gastos agregados. Se a necessidade de correção fosse pequena, maior seria a propensão a importar. Ele afirma que um aumento na propensão a poupar, por meio da redução dos custos de ajuste, reduziria a tendência ao acúmulo de reservas.

Outros autores, como por exemplo, Kelly (1970), Frenkel (1974), Edwards (1981 e 1985), Lane e Burke (2001), Aizenman e Marion (2002a e 2002b) e outros, interpretaram a propensão a importar como uma medida da abertura da economia e, por essa razão, uma medida de sua vulnerabilidade a choques externos. Uma vez que uma economia mais aberta poderia enfrentar custos de ajustes mais frequentes, uma maior abertura necessitaria de maiores acúmulos de reservas. Nesse caso, o acúmulo de reservas deveria ser positivamente relacionado com a propensão a importar²⁵.

Ainda segundo Flood e Marion (2002), a abertura, tanto do lado financeiro como do lado real, de uma economia aumentou as probabilidades de vulnerabilidade às crises e elevou a frequência dos custos de ajuste. E as crises cambiais e financeiras dos anos 1990 elevaram ainda mais a vulnerabilidade e os custos de ajuste enfrentado pelos países que liberalizaram seus mercados financeiros.

Há estudos suficientes que garantem que grandes reservas internacionais reduzem tanto uma eventual crise, como o aprofundamento de uma, caso ela exista. É o caso, por exemplo, Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998); Berg e Partillo (1999a e 1999b); e Edson (2000).

O artigo de Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998) é considerado um dos principais trabalhos recentes sobre a previsão de crises cambiais, em que os autores propõem a criação de um sistema de alerta a partir do monitoramento de diversos indicadores que tendem a apresentar um comportamento pouco comum antes das crises, dentre eles podem-se citar: exportações; desvios em relação à tendência da taxa de câmbio real; a relação entre M2 e as reservas internacionais; produção e preços das ações. Segundo os autores, quando

²⁵ Em trabalhos empíricos, os pesquisadores substituíram a propensão a importar média pela propensão marginal por causa de limitações nos dados, e geralmente encontravam resultados em que a propensão variava positivamente com as reservas (correlação positiva).

determinado indicador ultrapassa determinado limite, isso é entendido como um sinal de alerta de que uma crise cambial está para acontecer nos próximos dois anos.

Berg e Partillo (1999 a e 1999b) procuram avaliar a eficiência dos modelos de previsão de crises cambiais, dentre elas o de Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998), e propõem algumas adaptações nos modelos estudados de forma a torná-los mais precisos. Edison (2000) tenta desenvolver um modelo de previsão de crises cambiais, mas o destaque está na revisão de literatura a respeito do tema.

Segundo o relatório do FMI (2003) as economias emergentes asiáticas, de maneira geral, entre os anos de 1997 a 2001 tiveram uma acumulação de reservas correspondente à previsão econométrica realizada em alguns estudos empíricos. Contudo, os estudos não previam a aceleração na taxa de acumulação a partir de 2002. Esse aumento nas reservas foi estimulado principalmente pelos aumentos na conta corrente e, em menor extensão, pelos fluxos de capitais.

Quanto aos custos sociais de se manter as reservas internacionais, não há consenso a respeito do tema, apenas de que historicamente, segundo Saddi (2006), a literatura tem trabalhado com três indicadores: (i) relação reservas/importações; (ii) relação reservas/M2; e (iii) relação reservas/dívida externa de curto-prazo. Além disso, McCulley e Toloui (2007) apresentam outros dois indicadores: *value-at-risk* ou reservas como garantias²⁶ e uma abordagem relacionada à teoria de Bretton Woods II²⁷.

O primeiro indicador é justificado pela possibilidade de uma redução inesperada na demanda por exportações tais que o país deve manter reservas que cubram ou financiem pelo menos três a quatro meses de importações. Esse indicador era considerado adequado não só no período de vigência do Sistema de Bretton Woods, como também nos anos subsequentes, pois a mobilidade de capitais era limitada. Além disso, os desequilíbrios no balanço de

²⁶ Nesse indicador, considera-se que os desequilíbrios no balanço de pagamentos são eventos probabilísticos, e as reservas agem como garantias. O nível adequado de reservas é a relação de igualdade entre o benefício marginal e o custo marginal de se acumular reservas. Segundo McCulley e Toloui, atualmente os cálculos são feitos com base em dados sobre a variação do balanço de pagamentos, acrescentando variáveis para crises (desutilidade) e para os custos em se manter reservas. Além disso, os autores afirmam que essa abordagem, apesar de apresentar um rigor teórico considerável e clara articulação do problema básico que os bancos centrais enfrentam em suas decisões sobre acúmulo de reservas, a falha do modelo está em sua dificuldade de estabelecer os diferentes valores de utilidade em resultados diversos e dependência das volatilidades empíricas. O fato de que essas abordagens sejam menos transparentes aumentam o fator “caixa preta” de seus resultados. (página 3).

²⁷ A teoria de Bretton Woods II (BWII) foi apresentada por Michael Dooley, David Folkerts-Landau e Peter Garber, os autores afirmam que a intervenção na taxa de câmbio pelos países emergentes, com o objetivo de manter taxas de câmbio subvalorizadas é uma estratégia de desenvolvimento racional e sustentável. Assim, a contrapartida dessa intervenção é o acúmulo de reservas. Tais reservas servem garantia para investidores estrangeiros, induzindo-os a fazer investimentos estrangeiros diretos nos países em desenvolvimento a fim de acelerar seu processo de desenvolvimento. Contudo, McCulley e Toloui afirmam que essa teoria é mais significativa quando tenta explicar o nível da taxa de câmbio que deve ser buscado pelos bancos centrais do que como uma teoria que busca identificar o nível ótimo de reservas internacionais.

pagamentos tinham origem, principalmente, na balança comercial, e, portanto, fazia sentido que o nível de reservas fosse mensurado em termos de cobertura de importações. Contudo, atualmente esse indicador é relevante apenas para países de menor desenvolvimento relativo, geralmente sem acesso aos mercados de capitais.

Como visto anteriormente, a partir da década de 1980 houve a liberalização dos controles de capitais, significando uma rápida aceleração dos fluxos financeiros internacionais. Dessa forma, a relação reservas/ importações tornou-se pouco adequada, uma vez que os desequilíbrios no balanço de pagamentos eram causados por eventuais reversões nos fluxos da conta capital, especialmente para os países em desenvolvimento. Tal fato estimulou a criação de uma série de indicadores de níveis adequados de reservas baseados em variáveis da conta de capitais: M2 e dívida externa de curto-prazo.

O segundo indicador implica que países devem manter reservas entre 5% e 20%²⁸ de M2, em caso de uma saída inesperada de capital, isto é, esta abordagem reconhece, por exemplo, que as pressões no balanço de pagamentos podem ter origem na saída de moeda estrangeira por meio da liquidação de posições dos investidores estrangeiros no mercado doméstico.

O terceiro indicador, também conhecido por regra de Greenspan-Guidotti²⁹, implica que países devem manter reservas suficientes para cobrir 100% da dívida externa de curto prazo. Também neste caso, as pressões no balanço de pagamentos podem ter origem na saída de moeda estrangeira, contudo, por meio do pagamento da dívida externa de curto prazo. Segundo McCulley e Toloui, essa regra talvez seja o único conceito de adequação de reservas que possui o maior número de estudos empíricos³⁰.

Em relação aos diferentes métodos de cálculo do nível “ótimo” de reservas, podem-se citar os trabalhos de Rodrik (2005); Lipschitz, Messmacheer e Mourmouras (2006); Garcia e Soto (2004) e Jeanne e Ranciere (2006).

Rodrik (2005) não estabelece um número como referência de nível ótimo de reservas, mas aponta para uma acumulação massiva de reservas que vem ocorrendo desde os anos 1990 entre países em desenvolvimento. O autor define o excesso de reservas como o montante maior do que o necessário para cobrir três meses de importação. Além disso, em seu estudo

²⁸ Geralmente, o valor de 5% é aplicado para regimes de câmbio flutuante e, o valor de 20% é usado para regimes de câmbio fixo.

²⁹ O nome da regra refere-se a Pablo Guidotti – ex-Ministro de Finanças da Argentina – e a Alan Greenspan – ex-presidente do Federal Reserve (Banco Central norte-americano). Guidotti foi o primeiro a referir-se a regra em um seminário do G-33 em 1999, em seguida, Greenspan foi o responsável pela sua popularização por meio de um discurso no Banco Mundial em 1999. Fonte: Wikipédia, disponível em http://en.wikipedia.org/wiki/Guidotti-Greenspan_rule

³⁰ Ver McCulley e Toloui (2007).

ele afirma que o custo desse excesso de reservas em 2004 representava 1% do PIB. Contudo, o autor afirma que uma redução na dívida externa de curto prazo dos países em desenvolvimento poderia ser mais eficiente para reduzir os riscos de um súbito desequilíbrio a baixos custos sociais.

Lipschitz, Messmacheer e Mourmouras (2006) afirmam que Rodrik superestima o nível de empréstimos externos de curto prazo do setor privado, ao menos dos países com altos níveis de reservas internacionais. Eles sugerem a composição de um novo indicador, formado por: 20% de importações, 10% de M2 e 100% de serviço da dívida externa. Os pesos de diferentes componentes advêm de uma análise empírica do nível de reservas necessário para evitar a corrida pelas reservas frente a choques adversos. Além disso, o índice foi criado para estabelecer o limite de risco em que as reservas de um país possam ser consumidas. Os autores reconhecem que não se pode usar facilmente a metodologia criada para identificar o valor adequado do indicador. Dessa forma, eles acabam criando limites relativos tanto aos desvios padrões observados nas mudanças nas reservas internacionais dos países em desenvolvimento como nas perdas máximas observadas. Contudo, concluem que, de maneira geral, muitos países deveriam manter níveis mais altos de reservas do que apontados pelos critérios “tradicionalistas” – apesar de que alguns países no final de 2004 mantinham reservas acima do critério criado pelos autores.

Finalmente, Garcia e Soto (2004) e Jeanne e Ranciere (2006) desenvolvem um modelo formal para medir o nível ótimo de reservas. Para Jeanne e Ranciere (2006) os países em desenvolvimento deveriam manter níveis de reservas internacionais equivalentes a 10% do PIB, a fim de prevenir-se contra choques. O acúmulo de reservas gera custos, mas sem reservas. Uma parada repentina no fluxo de capitais leva a reduções bruscas no consumo e na produção. O padrão estabelecido pelos autores indica que o nível ótimo de reservas internacionais entre os países em desenvolvimento é equivalente a 10% do PIB para o período de 1973 a 2003. Isso é um indicador similar à média de reservas iguais a 92% de dívida de curto prazo estabelecido pela regra de Greenspan-Guidotti. No trabalho, os autores concluem que a probabilidade de paradas repentinas é reduzida por um forte crescimento e aumentos na apreciação do câmbio real, no aumento da razão entre dívida pública/ PIB e um alto nível de abertura aos fluxos financeiros.

2.2.2 Análise empírica

Tendo por base o marco teórico apresentado anteriormente e os três indicadores para mensuração dos níveis de reservas internacionais: (i) relação reservas/importações; (ii) relação reservas/M2; e (iii) relação reservas/dívida externa de curto-prazo, o objetivo desta seção é apresentar dados recentes da acumulação de reservas por parte de países em desenvolvimento selecionados³¹. Além disso, os dados apresentados nesta seção referentes às reservas internacionais são reservas internacionais, exceto ouro.

A acumulação de reservas é resultado de superávits persistentes e sustentados com os EUA e outros países ocidentais³². Após a crise asiática de 1997, muitos países da região começaram a acumular largas somas de reservas a fim de alcançar uma garantia adequada contra qualquer flutuação cambial e insegurança macroeconômica. Muitos países buscaram um crescimento baseado na exportação tendo como mercado principal os EUA, por meio de fortes intervenções no mercado (China) a fim de manter uma taxa de câmbio desvalorizada e estável. Além disso, países asiáticos, de maneira geral, possuem mercados financeiros pouco desenvolvidos, o que não permite a absorção dos altos níveis de poupança vistos na Ásia.

Entre os países asiáticos, a expansão de reservas tem sido dramática. Na Tabela 1 é possível observar a evolução da participação das regiões na composição mundial das reservas internacionais. O caso mais dramático é o da Ásia, que na década de 1980 detinha 9,28% das reservas mundiais e em 2007 passou para 46,34%.

Tabela 1

	1980	1990	2000	2007
África	4,67%	1,80%	2,71%	4,49%
América Latina	9,52%	5,11%	7,73%	6,90%
Ásia	9,28%	22,13%	35,28%	46,34%
Oriente Médio	17,28%	5,62%	5,93%	5,29%

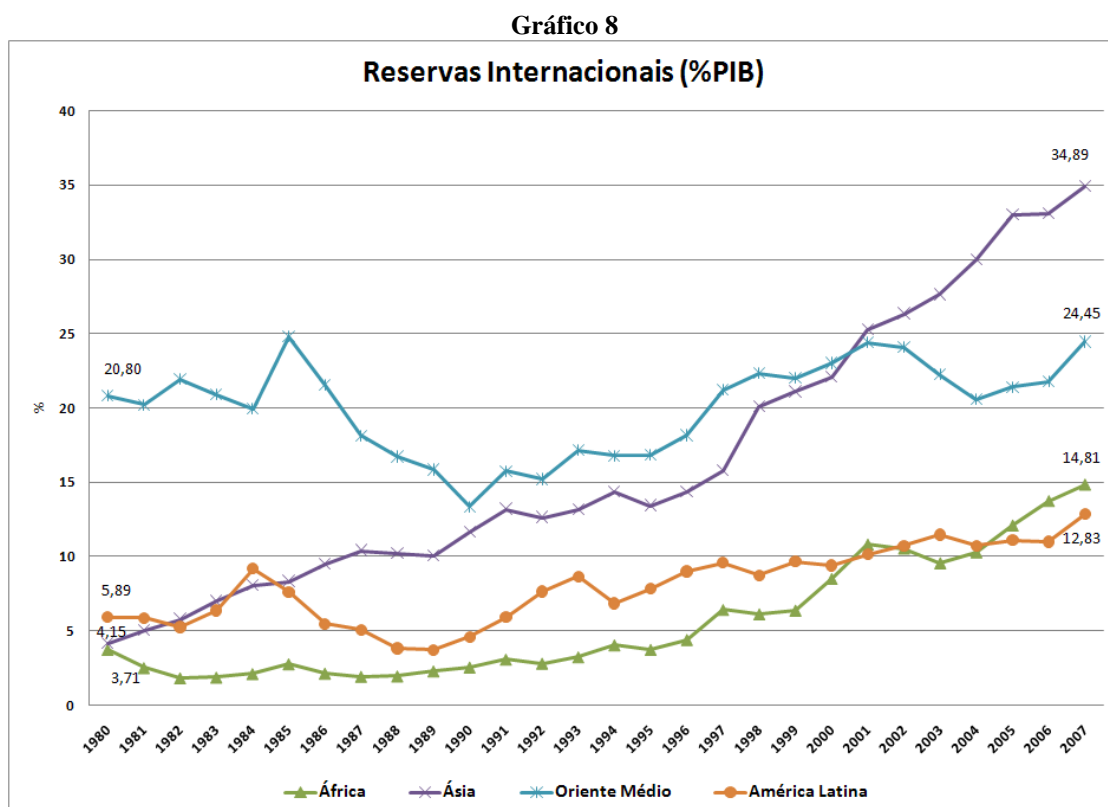
Fonte: FMI, *International Financial Statistics*, Agosto de 2008

Ao se analisar o nível de reservas em relação ao PIB, observa-se que todas as regiões – África, Ásia, Oriente Médio e América Latina – apresentam uma grande elevação nos níveis de reservas internacionais. O Gráfico 8 aponta essa evolução para o período de 1980 a 2007.

³¹ América Latina (6): Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Venezuela. Ásia (11): Brunei, China, Cingapura, Coreia do Sul, Filipinas, Hong Kong, Índia, Indonésia, Malásia, Tailândia, Vietnã. Oriente Médio (7): Arábia Saudita, Barein, Emirados Árabes, Irã, Kuwait, Omã, Qatar. Outros (4): Argélia, Cazaquistão, Líbia, Rússia.

³² Ver Capítulo 3 desta dissertação.

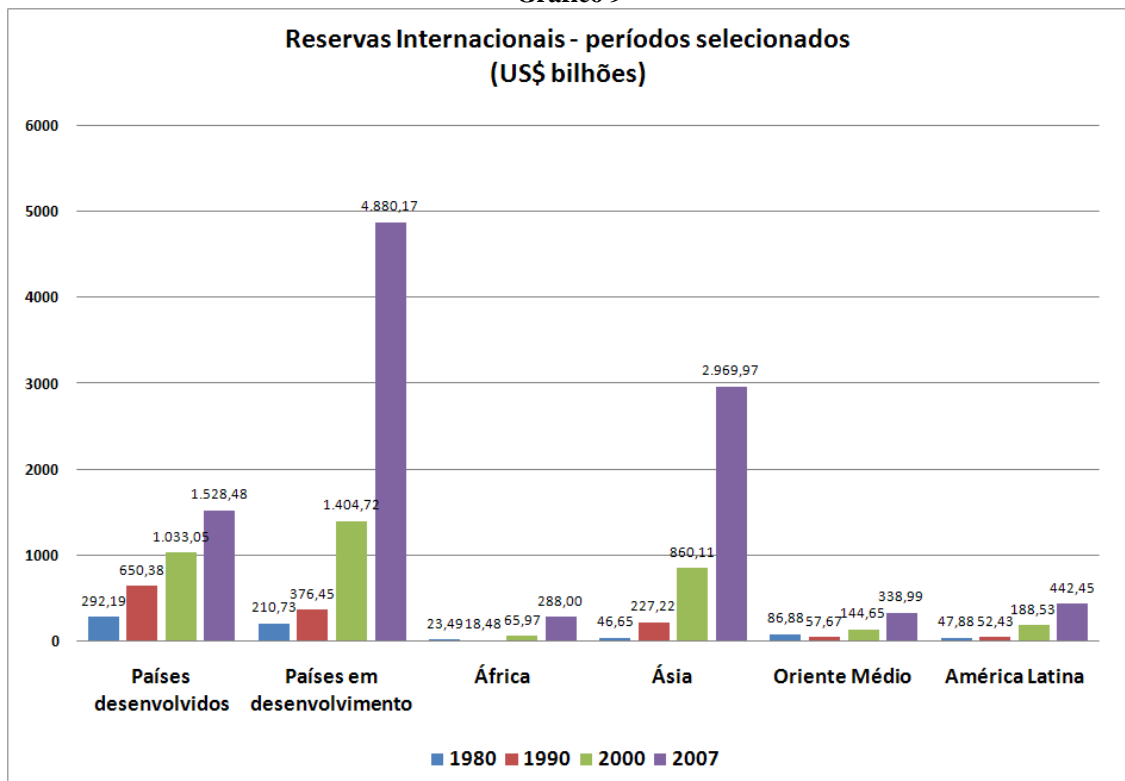
A maior elevação está na Ásia, que em 1980 detinha uma relação reservas/PIB de 4,15%, alcançando em 2007, 34,89%. Em seguida, o Oriente Médio possuía uma relação de 20,80%, sofrendo bruscas reduções a partir de 1985, terminando o período com 2,45%. África e América Latina também tiveram um crescimento importante na relação reservas/PIB, o primeiro tinha 3,71% e alcançou 14,81% e o segundo passou de 5,89% para 12,83%.



Fonte: FMI, *International Financial Statistics*, Agosto de 2008

O Gráfico 9, por sua vez, apresenta o estoque de reservas internacionais para alguns grupos de países selecionados: países desenvolvidos; países em desenvolvimento; África; Ásia; Oriente Médio; e América Latina, nos anos de 1980, 1990, 2000 e 2007.

Gráfico 9



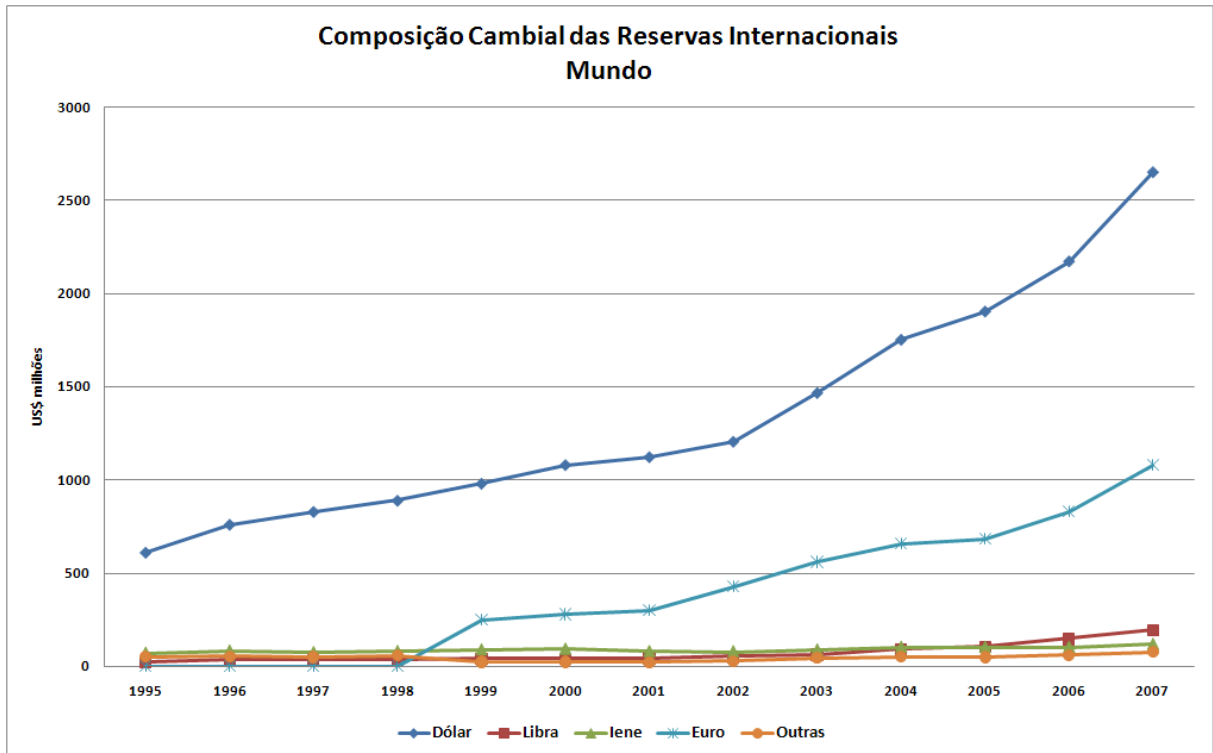
Fonte: FMI, *International Financial Statistics*, Agosto de 2008

É evidente que houve um avanço significativo no processo de acúmulo de reservas por parte dos países em desenvolvimento nos últimos sete anos. Essa aceleração deve-se principalmente aos países asiáticos, que em 2000 possuíam US\$ 860 bilhões e em 2007 detinham quase US\$ 3 trilhões. As demais regiões também apresentaram uma elevação nos níveis de reservas, mas nada tão significativo quanto os países asiáticos.

Além disso, segundo dados do FMI (Gráficos 10 a 12), a composição cambial das reservas internacionais³³ é predominantemente em dólar, contudo, desde 1998, os países estão acumulando reservas em euro.

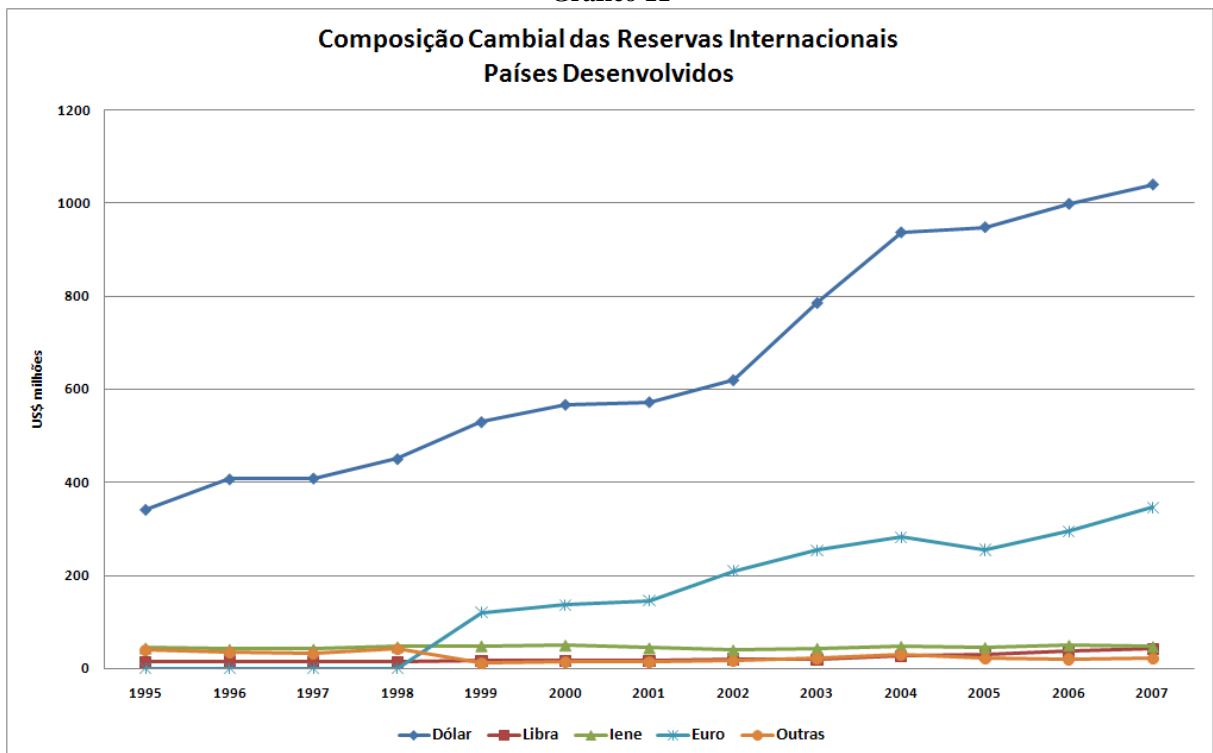
³³ Tais reservas correspondem a moedas em espécie, depósitos bancários, títulos do tesouro, ativos governamentais de curto e longo prazo e outros ativos usados para cobrir as necessidades do balanço de pagamentos.

Gráfico 10



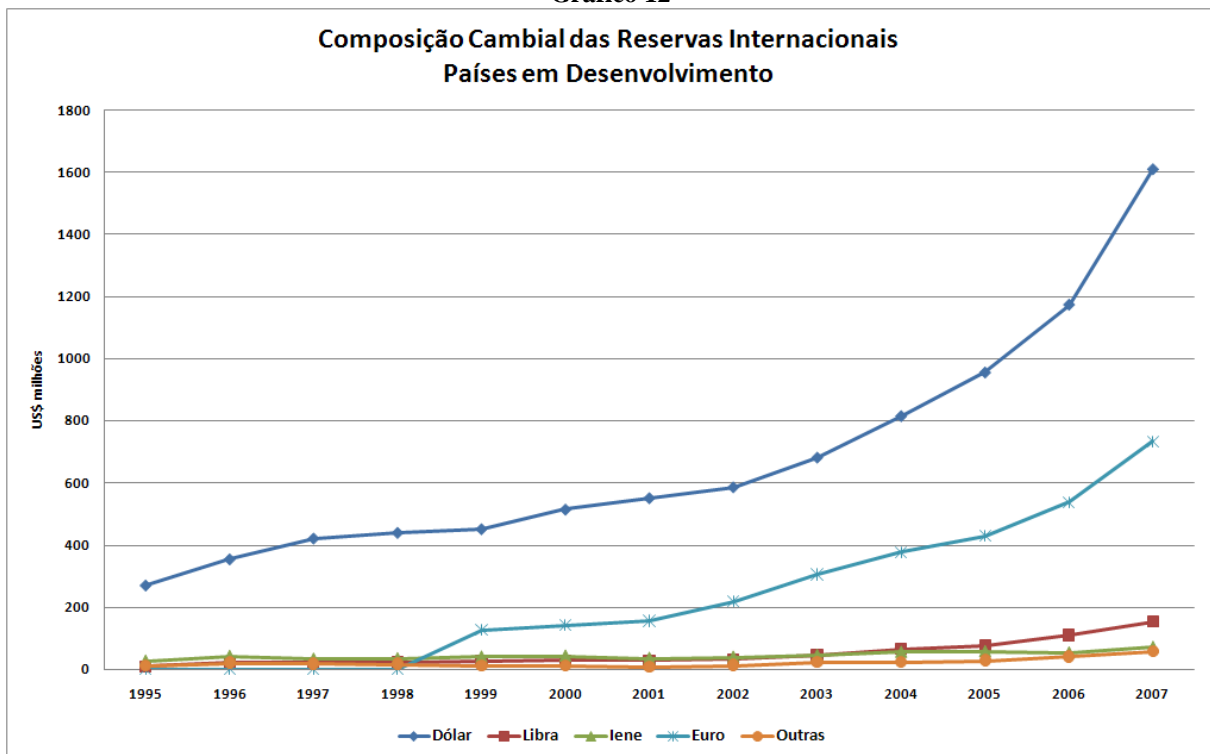
Fonte: FMI, COFER

Gráfico 11



Fonte: FMI, COFER

Gráfico 12

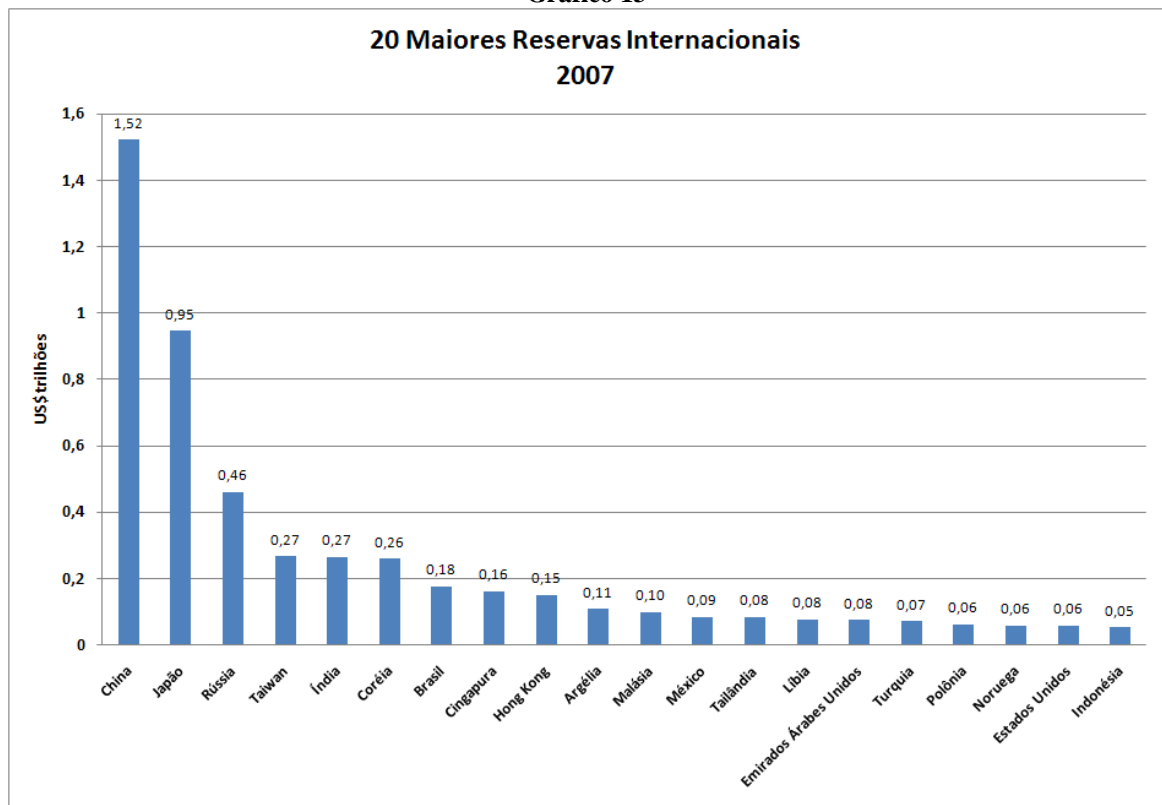


Fonte: FMI, COFER

Dentre os 20 países que detêm as maiores reservas internacionais, apenas três são considerados países desenvolvidos: Japão, Noruega e Estados Unidos³⁴. Os demais países são todos em desenvolvimento, sendo que a maioria (nove países) encontra-se na Ásia. A China lidera esse ranking com mais de US\$ 1 trilhão em reservas internacionais, seguida pelo Japão com US\$ 950 bilhões (Gráfico 13).

³⁴ Noruega e EUA possuem fundos soberanos. Há discussões a respeito da criação de um fundo soberano no Japão.

Gráfico 13



Fonte: FMI, *International Financial Statistics*, Agosto de 2008

A Tabela 2 apresenta uma análise mais detalhada das 10 maiores reservas internacionais. Mais uma vez, comprova-se que se a aceleração da acumulação se deu nos últimos cinco a sete anos, com uma tendência de redução desse ritmo de crescimento.

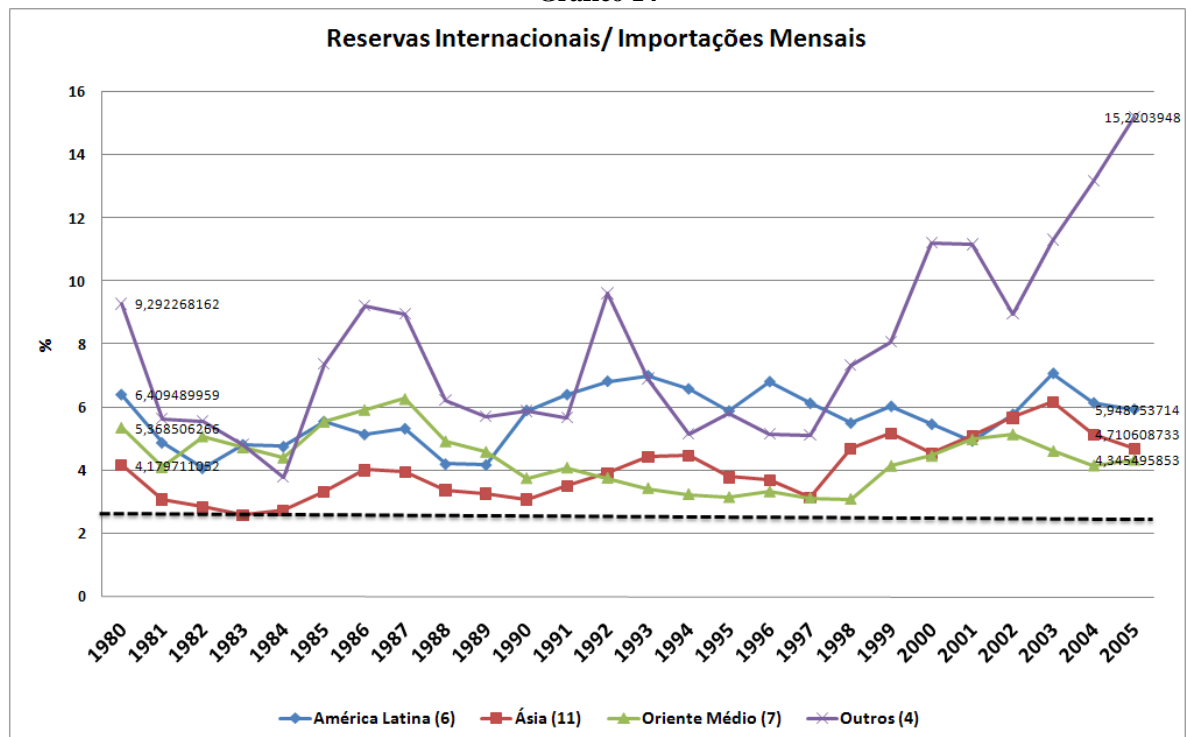
Tabela 2

	2007	2006	2005	2002
	<i>US\$ bi</i>	<i>% crescimento em relação a 2007</i>	<i>% crescimento em relação a 2007</i>	<i>% crescimento em relação a 2007</i>
China	1520,956	36,34%	68,48%	352,22%
Japão	946,979	3,11%	3,29%	77,74%
Rússia	461,5489	49,57%	138,79%	806,88%
Taiwan	268,6641	-3,31%	-3,48%	43,86%
Índia	265,3611	48,87%	83,04%	239,46%
Coreia	260,5534	4,47%	12,74%	85,86%
Brasil	178,3393	100,60%	204,80%	312,07%
Cingapura	161,964	13,85%	26,87%	70,51%
Hong Kong	151,7069	9,12%	11,12%	17,36%
Argélia	109,6453	34,79%	77,22%	308,43%

Fonte: FMI, *International Financial Statistics*, Agosto de 2008

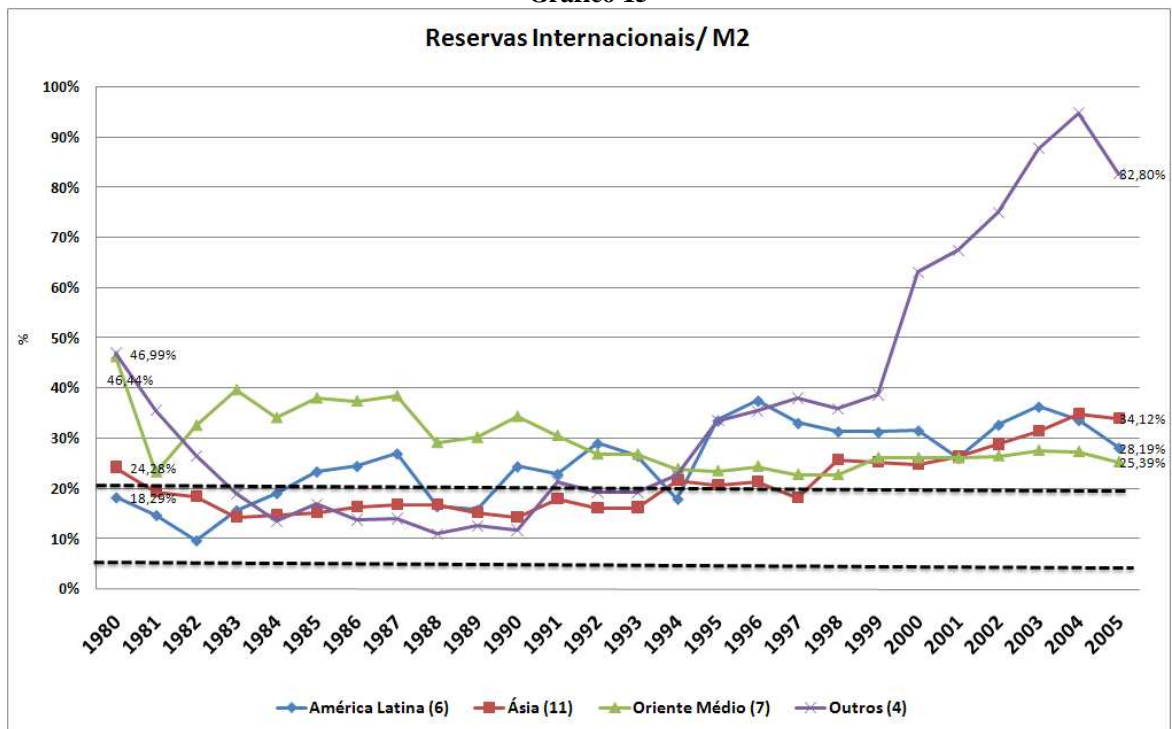
Com base nos seguintes indicadores e seus respectivos *benchmarks*, (i) relação reservas/importações (3,00%); (ii) relação reservas/M2 (5,00% – 20,00%); e (iii) relação reservas/dívida externa de curto-prazo (1,00%), comprova-se, por meio dos gráficos a seguir, que os países seleccionados estão, de fato, acumulando reservas para além dos níveis considerados suficientes.

Gráfico 14



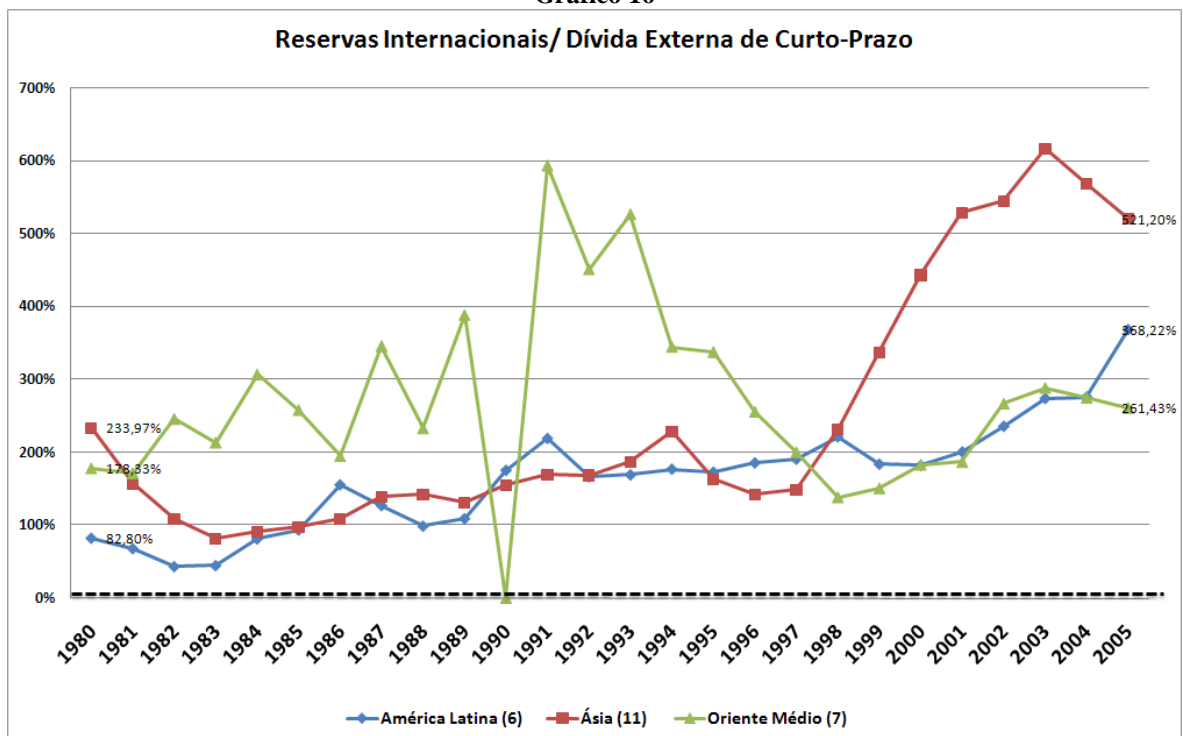
Fonte: Banco Mundial, *World Development Report*, 2007.

Gráfico 15



Fonte: Banco Mundial, *World Development Report*, 2007.

Gráfico 16



Fonte: Banco Mundial, *World Development Report*, 2007.

A preocupação que surge, portanto, está relacionada às potenciais fontes de instabilidade que podem ter origem nas dificuldades de administração do excesso de reservas internacionais. Em outras palavras, os mercados emergentes e a economia global podem

sofrer mudanças rápidas e desordenadas devido a problemas que podem surgir no âmbito dos mercados de ativos, da administração das finanças dos bancos centrais, e da contração da demanda agregada doméstica e global.

2.3 Considerações finais

No final da década de 1990, os países em desenvolvimento tiveram a oportunidade de se recuperar das crises econômicas do passado. A globalização, a liquidez internacional, a liberalização dos mercados comerciais e a desregulação financeira permitiram que os países melhorassem seus fundamentos macroeconômicos, criando as condições favoráveis tanto para o alcance dos superávits comerciais como para o crescimento econômico. Essas condições permitiram o acúmulo de reservas internacionais em níveis acima dos considerados “suficientes” para cobrir ou prevenir um eventual desequilíbrio econômico e financeiro, fornecendo uma oportunidade para que os administradores dessas reservas maximizassem seus retornos. Tal processo de acumulação foi favorecido, por um lado, pelo aumento dos preços das *commodities* e, por outro, pela adoção de uma taxa de câmbio desvalorizada (cuja função é basicamente estimular as exportações e, conseqüentemente acelerar o processo de acumulação de reservas internacionais).

Dessa forma, por meio do acúmulo de reservas internacionais, os governos dos países em desenvolvimento buscam a redução da vulnerabilidade e a manutenção da liquidez na economia para, assim, criarem condições de sustentação da política econômica. Contudo, os elevados níveis de reservas apontam para potenciais riscos de instabilidade para a economia mundial. Os mercados emergentes e a economia global podem sofrer mudanças rápidas e desordenadas devido a problemas que podem surgir no âmbito dos mercados de ativos, da administração das finanças dos bancos centrais, e da contração da demanda agregada doméstica e global.

Paralelamente a esse processo, a economia mundial enfrenta um preocupante desequilíbrio internacional, especialmente do ponto de vista dos mecanismos de ajuste ao alcance dos formuladores de política econômica e autoridades monetárias. Os EUA apresentam déficits comerciais e de conta corrente que são financiados pelos países asiáticos e os países exportadores de petróleo que, não por coincidência, acumulam grandes somas de reservas internacionais. Esses desequilíbrios serão abordados no Capítulo seguinte.

3 DESEQUILÍBRIOS MACROECONÔMICOS E MUDANÇAS ESTRUTURAIS

Os desequilíbrios internacionais são fenômenos que ocorrem de tempos em tempos na economia internacional. Tecnicamente, segundo o FMI, eles são definidos como episódios em que o balanço da conta corrente permanece abaixo de 2% do PIB (em valores absolutos), por pelo menos cinco anos.

Desde o final do século XIX, pode-se afirmar que a economia mundial vivenciou quatro períodos de desequilíbrio: (i) no final do século XIX e início do século XX (1870 a 1914); (ii) no período entre as duas Guerras Mundiais (1918 a 1939); (iii) no período de plena vigência do sistema de Bretton Woods (1959 a 1971); e (iv) na crise do dólar entre os anos de 1977 a 1979.

Atualmente, a economia internacional passa por mais um momento de desequilíbrio internacional, considerado preocupante, especialmente do ponto de vista dos mecanismos de ajuste ao alcance dos formuladores de política econômica e autoridades monetárias. Os EUA apresentam déficits comerciais e de conta corrente de cerca de 5% do PIB, e esses déficits são financiados pelos países asiáticos (especialmente a China) e os países exportadores de petróleo que, não por coincidência, acumulam grandes somas de reservas internacionais.

Com base nos eventos de desequilíbrios anteriores, entende-se que a sua superação deve-se dar em âmbito multilateral, com a cooperação de todos os atores envolvidos, isto é, uma cooperação em nível internacional e interestatal. Como foi no final do século XIX ou ainda durante a vigência do sistema de Bretton Woods. Em ambos os momentos, os interesses políticos, Concerto Europeu e Guerra Fria, respectivamente, permitiram a coordenação, garantindo a aplicação e o *enforcement* das regras então acordadas. Dessa forma, uma das possíveis alternativas de ajuste dos desequilíbrios atuais seria a coordenação de políticas econômicas e monetárias dos países – desenvolvidos e em desenvolvimento – sob liderança dos EUA. Tal cenário estimularia positivamente a confiança do mercado, correspondendo às expectativas de vantagens políticas e econômicas dos países.

Além disso, a expectativa é que se os ajustes ocorrerem de forma gradual, os efeitos para a economia mundial poderão ser acomodados de maneira suave. Contudo, se o ajuste se der de forma súbita ou rápida demais, os resultados poderão ser catastróficos, com uma grande redução no crescimento global, principalmente se uma redução na demanda nos países deficitários não for seguida por um aumento de demanda nos demais países; perdas para o comércio internacional por meio de pressões protecionistas; e transferência de renda.

O Capítulo está organizado em três partes, sendo a primeira esta introdução. A primeira parte apresenta uma breve análise dos quatro períodos de desequilíbrio internacional ocorridos anteriormente. Em seguida, a segunda parte analisa o atual período de desequilíbrio internacional e as opções de mecanismos de ajuste disponíveis aos formuladores de política econômica e suas conseqüências para a economia internacional, tendo em vista as alterações geopolíticas e geoeconômicas que estão ocorrendo desde a crise financeira asiática, em 1997. Finalmente, a terceira parte apresenta as considerações finais e introduz a discussão para o Capítulo seguinte.

3.1 Os desequilíbrios internacionais em perspectiva histórica

Em mais de um século, além do atual desequilíbrio internacional, foram identificados mais quatro episódios distintos; em alguns momentos, a superação foi positiva em outros, contudo, os resultados foram dramáticos.

O primeiro desequilíbrio internacional de destaque é o momento de grande integração internacional e transferência de capital que ocorreu no final do século XIX e início do século XX (mais especificamente entre os anos de 1870 a 1914). O segundo foi o período entre as duas Guerras Mundiais (entre os anos de 1918 a 1939). O terceiro ocorreu durante o período de plena vigência do sistema de Bretton Woods (1959 a 1971). E, finalmente, o quarto momento foi a crise do dólar entre os anos de 1977 a 1979.

3.1.1 Primeiro momento de desequilíbrio internacional: 1870 a 1914

Muitas décadas antes do estabelecimento do atual processo de globalização dos mercados financeiros³⁵, mais especificamente entre os anos de 1870 e 1914, a economia

³⁵ A recente globalização dos mercados financeiros teve início nos países desenvolvidos, na década de 1970 e, na década seguinte, nos países em desenvolvimento.

mundial passou pela experiência de intensa integração econômica.³⁶ Essa época, apesar de algumas diferenças com o presente processo de desequilíbrio internacional, é considerada um momento relevante, por apresentar semelhanças e lições importantes que podem ser de grande utilidade para a tentativa de entendimento e superação dos atuais desequilíbrios internacionais.³⁷

Podem-se destacar duas características comuns entre o período de desequilíbrio do final do século XIX e o atual: (i) os grandes fluxos de capitais e os elevados déficits e superávits de conta corrente dos países; e (ii) as grandes reversões de conta corrente. Em relação às diferenças dos dois períodos, por sua vez, há três elementos: (i) a forma como os déficits e superávits de conta corrente eram e são distribuídos; (ii) as posições externas; e (iii) os mecanismos de ajuste.

O final do século XIX e início do XX foi um período marcado por fluxos de capitais que tinham origem nos países centrais da Europa Ocidental (Grã-Bretanha, França, Alemanha e Holanda) e se destinavam aos países periféricos da época, localizados na América e na Oceania (Argentina, Austrália e Canadá). Segundo dados do FMI³⁸, os superávits de conta corrente da Grã-Bretanha chegaram a alcançar 9% do PIB. Os principais importadores de capital, por sua vez, apresentavam déficits de cerca de 5% do PIB.

Sob o sistema do padrão ouro, portanto, os países periféricos detinham déficits em conta corrente, enquanto as economias centrais apresentavam superávits, e os desequilíbrios entre poupança doméstica e investimentos ocorriam principalmente entre os países centrais, não seguindo o sentido de troca atual entre centro e periferia.³⁹

³⁶ A adoção do padrão ouro a partir de 1870 deve-se, principalmente à Revolução Industrial, liderada pela Grã-Bretanha, e seguida pela Alemanha. A Grã-Bretanha era o único país que adotava o padrão ouro e, quando se tornou a principal potência econômica mundial e a mais importante fonte de financiamentos externos, estimulou outros países – principalmente aqueles que tinham por objetivo manter relações comerciais com a potência e importar capitais – a seguir seu exemplo. Quando a segunda maior potência industrial da Europa, a Alemanha, adotou o padrão ouro, em 1871, o estímulo foi reforçado. Dessa forma, teve início uma reação em cadeia que foi estimulada pelo interesse dos países em adotar o padrão monetário utilizado pelos seus vizinhos comerciais e financeiros. Para maiores informações ver, por exemplo, Eichengreen (2000).

³⁷ Bordo (2005); FMI (2005).

³⁸ FMI (2005).

³⁹ Segundo Eichengreen (2000), o padrão ouro dependia e era sustentado pelo grau de liberalização dos mercados e pelo conseqüente desenvolvimento do comércio. Isso significava que as exportações de origem britânica encontravam mercados desobstruídos, permitindo não só aos “exportadores de mercadorias britânicas avançarem na esteira dos exportadores de capital britânicos”, como também permitiu a estabilização do balanço de pagamentos do país que se encontrava na base do sistema. Além disso, a liberalização dos mercados implicava na aceitação tanto da Grã-Bretanha quanto de outros países desenvolvidos de importar sem restrições as *commodities* das regiões periféricas; essa situação, portanto, permitiu que os países administrassem o serviço de suas dívidas externas e se ajustassem aos impactos em seus balanços de pagamentos.

Além disso, as posições externas líquidas eram similares, isto é, credores possuíam grandes posições em ativos externos e os devedores, dívidas na mesma proporção. Isso refletia a predominância do investimento de longo prazo pelos países centrais nos países periféricos, em busca de grandes retornos, por meio, principalmente, do financiamento em infra-estrutura. A maioria dos países desenvolvidos hoje é, por sua vez, ao mesmo tempo, grande credor e devedor, independentemente de suas posições externas. Ou seja, isso é consequência das mudanças geoeconômicas que permitiram maior liberdade dos fluxos de capitais, e também é um processo está associado à diversificação e inovação financeira internacional.

Os dados pré-1914 indicam que esses desequilíbrios se mantiveram por longos períodos, mesmo quando comparados com os dados atuais.⁴⁰ Contudo, apesar da persistência desses desequilíbrios, havia momentos em que alguns países passavam por reversões, especialmente na crise da década de 1890.⁴¹

Os ajustes dos desequilíbrios externos pré-1914 ocorreram, em grande parte, por conta dos fluxos de ouro que garantiam o equilíbrio das contas, pois era estabelecido por meio nas mudanças da oferta de moeda, dos termos de troca e do câmbio real. Diferentemente do que ocorre hoje na economia global, em que o regime cambial não é totalmente livre, e os ajustes externos não dependem mais dos fluxos de ouro, mas sim de mudanças nas taxas de câmbio e reservas internacionais, com movimentos de preços relativos e fluxos de capitais de curto-prazo.⁴²

Apesar de os desequilíbrios externos serem maiores e mais persistentes no período pré-1914 do que os atuais, na época, isso não era visto como um problema por duas razões. Primeiro, acreditava-se que, exceto em casos extremos (guerras), o mecanismo de ajuste seria sempre estabilizador. Segundo, a natureza do investimento externo era diferente, uma vez que a maioria dos fluxos de longo prazo para os países era destinada aos países que ao mesmo tempo eram ricos em recursos naturais e terras, e tinham escassez de trabalho e capital.

Em outras palavras, os retornos de trabalho e de capital nos países receptores eram maiores do que na maioria dos países desenvolvidos da época, com excelentes expectativas de crescimento de longo-prazo. As atividades financiadas geralmente estavam ligadas às melhorias de infra-estrutura, como estradas de ferro⁴³. Além disso, muitos dos países receptores possuíam instituições consolidadas e bons fundamentos fiscais, por exemplo, seus

⁴⁰ Bordo, Eichengreen e Kim (1998); Obstfeld e Taylor (2004).

⁴¹ Bordo e Eichengreen (1999).

⁴² Obstfeld (2004).

⁴³ Bordo, Eichengreen e Irwin (1999).

governos mostravam-se interessados em dar credibilidade à comunidade internacional ao aderir às regras do padrão-ouro, reduzindo os riscos dos investimentos para os países investidores^{44 45}.

Além disso, é preciso ressaltar que elementos políticos foram fundamentais. Segundo Eichengreen (2000):

O isolamento desfrutado pelas autoridades monetárias permitiu que elas se comprometessem com manutenção da conversibilidade em ouro. Com isso, estabelecia-se um circuito de realimentação positiva no interior do sistema: a confiança do mercado no compromisso das autoridades fazia com que os *traders* adquirissem uma moeda quando sua taxa de câmbio caía, reduzindo a necessidade de uma intervenção e a inquietação resultante das medidas tomadas para estabilizar o câmbio. O fato de o período de 1871 a 1913 ter sido um interlúdio excepcional de paz na Europa facilitou a cooperação internacional que deu sustentação ao sistema quando sua existência foi ameaçada.

A administração dos grandes desequilíbrios do período foi possível pois a partir da segunda metade do século XIX, foi instaurada uma nova dinâmica, conhecida como o Concerto Europeu, em que as potências da época passaram a utilizar outros métodos além da força para resolver os diversos conflitos que surgiam na Europa, e assim, manter a paz. O principal instrumento que atuava de maneira decisiva, e assim, conseguia manter a paz em meio a grandes divergências de interesses era a *haute finance*⁴⁶, que era responsável por conciliar os interesses políticos e econômicos, ou seja, era uma intermediária entre o setor financeiro e a diplomacia, em que nenhum movimento era tomado sem que ambos os lados estivessem de acordo. Dessa forma, a cooperação e a confiança no sistema constituíam o fundamento para a aplicação de medidas de ajuste dos desequilíbrios.

⁴⁴ Ressalta-se que muitos dos países receptores faziam parte do Império Britânico, o que significava uma garantia de fato do governo britânico que eliminava virtualmente o risco. Isto é, nem todos os receptores de capital estrangeiros possuíam bons fundamentos, como é o caso de muitos países da periferia da Europa e América Latina sofriam de instabilidades fiscal e monetária, reduzindo os níveis de fluxos de capitais direcionados a eles.

⁴⁵ Bordo e Rockoff (1996)

⁴⁶ Apesar de a *haute finance* ter fornecido os elementos para a constituição de um sistema internacional de paz, ela foi instituída com o objetivo de utilizar os melhores meios que maximizassem os lucros. Dessa forma, o papel do Estado era fundamental para garantir um ambiente estável que propiciasse as condições favoráveis para o florescimento dos negócios. Em outras palavras, a paz era fundamental para o pleno funcionamento do sistema financeiro internacional e, para tanto, o balanço de poder era organizado para servi-lo. Uma vez excluído esse sistema econômico, o interesse pela paz na política desapareceria. Para maiores detalhes, ver Polanyi (2000).

3.1.2 Segundo período de desequilíbrio internacional: 1918 a 1939

O término da I Guerra Mundial significou o fim do padrão ouro clássico, pois todos os beligerantes, exceto os EUA, abandonaram o sistema. Houve, também, uma redução dos fluxos de capitais. Contudo, por volta de 1926, os países retornaram a uma variação do padrão ouro, no qual os principais países – EUA, Grã-Bretanha e França – mantinham reservas em ouro e, o restante dos países, em dólares, libras esterlinas e francos.

O grande problema desse sistema era que a maioria dos países retornou às taxas cambiais pré-1914. Todos os beligerantes tinham sérios problemas de inflação durante a guerra e a restauração das paridades anteriores ao conflito envolvia deflação e recessão. A Grã-Bretanha restaurou a paridade com uma taxa de câmbio sobrevalorizada enquanto França e Alemanha desvalorizaram suas taxas cambiais e restauraram a paridade a níveis subvalorizados.⁴⁷ Os EUA, por sua vez, nunca abandonaram o padrão ouro, mas os preços norte-americanos não voltaram aos níveis pré-1914 e da mesma forma, sua taxa cambial manteve-se sub-valorizada.

Esse desajuste significou que EUA, França e Alemanha tenderam a manter superávits em conta corrente enquanto a Grã-Bretanha e seu império passavam por déficits. Sob o padrão ouro, tanto os credores quanto os devedores deveriam ajustar-se aos desequilíbrios: credores por meio do aumento da inflação; e os devedores por meio da deflação, por exemplo. Tanto EUA quanto França esterelizavam continuamente seus fluxos de ouro e preveniam os ajustes. Como consequência, eles impuseram pressão deflacionária sobre a Grã-Bretanha e o resto do mundo.

Além disso, era praticamente impossível que individualmente os países incrementassem a utilização de reservas cambiais, devido principalmente à escassez de ouro e seu consequente preço elevado, pois facilitaria a atuação de especuladores que buscariam vender moedas em troca de outra lastreada unicamente em ouro. Apenas se houvesse uma coordenação conjunta dos países em manter parte de suas reservas em moeda estrangeira, eles estariam protegidos dessa ameaça. A dificuldade de coordenação, portanto, impedia a mudança⁴⁸.

⁴⁷ Bordo (2005)

⁴⁸ Houve tentativa de coordenação, especialmente durante a década de 1920. Foram realizadas diversas conferências internacionais, contudo, os EUA se posicionaram contrários a qualquer tipo de mobilização internacional, bem como foi com a Liga das Nações.

Uma diferença entre o período anterior e esse, é que havia uma falta de credibilidade entre os países membros em relação à garantia da conversibilidade do ouro. Diferentemente do período anterior, os mercados tinham uma confiança limitada de que os países sempre colocariam as questões de equilíbrio externo na frente de questões domésticas. Isso significava que os movimentos de capitais de curto-prazo poderiam ser desestabilizados. Ao final, o sistema entrou em colapso depois da Grande Depressão de 1929.

3.1.3 Terceiro período de desequilíbrio internacional: 1959 a 1971

Durante os anos de 1959 a 1971, quando o sistema de Bretton Woods⁴⁹ operou plenamente, os EUA mantinham superávits persistentes de conta corrente e balança comercial e realizavam investimentos estrangeiros massivos. O balanço de pagamentos total, geralmente estava em déficit e o resto do mundo absorvia posições em dólares. Ao mesmo tempo, os principais países da Europa continental e o Japão mantinham suas taxas cambiais deliberadamente sub-valorizadas de maneira a estimular a exportação e o crescimento de suas economias.⁵⁰ Essa política significava que esses países acumulavam dólares de maneira similar aos EUA e França no período entre guerras. Durante esse período os EUA agiam como intermediário financeiro para o resto do mundo, importando capital de curto-prazo (posições em dólar) e exportando capital de longo-prazo.

Entre 1961 e 1967, as posições em dólares conversíveis em ouro da Europa e do Japão mantiveram-se em crescimento em relação às posições em ouro dos EUA, sugerindo a possibilidade de esgotamento do dólar.

McKinnon (1969) e Meltzer (1991) *apud* Bordo (2005) argumentam que o sistema poderia ter se mantido por um longo período como um padrão dólar de fato. Contudo, dois fatores levaram o sistema de Bretton Woods ao colapso. Primeiro, a França se ressentiu do privilégio exorbitante dos EUA em não ter que ajustar seus desequilíbrios de pagamentos porque eram detentores da principal moeda de reserva. Eles queriam o retorno do sistema

⁴⁹ De maneira geral, pode-se afirmar que o sistema de Bretton Woods era composto por três elementos complementares. Primeiro, os controles de capital permitiam não só a manutenção das taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis, como também protegiam os países contra os fluxos de capital desestabilizadores e asseguravam uma margem de manobra suficiente para a realização de eventuais ajustes. Segundo, os recursos do FMI poderiam ser utilizados pelos países que quisessem defender o câmbio frente às pressões do mercado. E terceiro, o FMI era responsável por monitorar a economia mundial, com o objetivo de evitar alterações nas paridades cambiais que poderiam ter efeitos nocivos ao sistema.

⁵⁰ Dooley et al (2002)

puro do padrão ouro e para facilitar esse objetivo, os franceses converteram suas posições de dólar para ouro. Segundo, os EUA a partir de 1965 passaram a adotar políticas monetárias e fiscais inflacionárias a fim de financiar a Guerra do Vietnã e o conjunto de programas sociais conhecido como *Great Society*⁵¹.

À medida que os EUA exportavam a inflação, as políticas expansionistas aprofundavam os déficits dos EUA e aumentavam o nível das reservas dos bancos centrais europeus. Como consequência, os europeus passaram a converter suas posições em dólar para o ouro, ameaçando as reservas dos EUA em ouro. O sistema entrou em colapso em agosto de 1971.

Enquanto a mobilidade internacional do capital e o surgimento de inovações financeiras se intensificaram ao longo da década de 1960, os governos passaram a enfrentar dificuldades na aplicação de mecanismos de ajuste disponíveis que respeitassem o sistema de câmbio fixo. Ademais, o sistema se sustentou, principalmente por meio da contínua cooperação internacional entre governos e bancos centrais, devido à aliança fundamental entre EUA, Europa e Japão além de países que contribuíam para a sustentação do dólar, refletindo o cenário do auge da Guerra Fria. Dessa forma, no sistema de Bretton Woods, a relação entre taxas cambiais fixas e cooperação se fortalecia à medida que correspondia às expectativas e vantagens políticas e econômicas. Contudo, apesar das perspectivas positivas, os países não tinham garantias de que as autoridades monetárias tomariam as medidas necessárias para implementar os ajustes necessários. Embora a cooperação fosse ampla, ela encontrava limites políticos praticamente insuperáveis.⁵²

Obstfeld e Rogoff (2005b) consideram a atual conjuntura de desequilíbrios internacionais muito semelhante à conjuntura do início dos anos 1970, especialmente em relação ao papel do dólar nos ajustes. Durante os anos 1971-72 (em meio às eleições presidenciais de novembro de 1972) o governo norte-americano aplicava políticas fiscais e monetárias frouxas, aliadas a elevados gastos em conflitos bélicos, devido à Guerra do Vietnã.

⁵¹ Corresponde ao conjunto de programas sociais do governo dos EUA, que tiveram início durante a presidência de Lyndon B. Johnson (1963-1969). Dentre os objetivos citam-se: era a eliminação da pobreza e da injustiça social, melhorias na educação, acesso à saúde e transporte. Os programas foram expandidos durante as administrações dos presidentes Richard Nixon (1969-1974) e Gerald Ford (1974-1977).

⁵² No século XIX, por sua vez, a cooperação internacional era possível e, além disso, a necessidade de cooperação era limitada, já que não havia razão para duvidar do compromisso dos governos em relação à defesa da paridade cambial com o ouro. Estava claro para os países que, em última instância, as autoridades monetárias tomariam as medidas adequadas para implementar os ajustes, reduzindo a necessidade de ajuda externa.

Atualmente, os EUA encontram-se em situação semelhante, com políticas fiscais e monetárias enfraquecidas com elevados gastos em segurança⁵³.

Ademais, alguns autores, como por exemplo, Dooley et al (2002), consideram que atualmente, a conjuntura econômica internacional vivencia uma experiência semelhante ao sistema de Bretton Woods, mais especificamente em relação ao sistema de taxas cambiais fixas, isto é, hoje há um sistema cambial “quase-fixo” entre EUA e Ásia (China), denominado de Bretton Woods II⁵⁴. Além disso, de maneira semelhante como ocorreu durante a vigência do sistema de Bretton Woods, o financiamento dos déficits norte-americanos dá-se por meio do acúmulo de reservas internacionais, hoje, porém, por países asiáticos, denominadas em sua grande maioria em dólares, processo que se intensificou após a crise asiática de 1997.

Roubini e Setser (2004), por sua vez, afirmam que a política asiática de apreciação do dólar criou um novo sistema de taxas cambiais fixas, porém diferente do modelo original de Bretton Woods. Para eles, esse regime é altamente instável, frágil e insustentável e tem poucas chances de sobreviver em um futuro próximo. Isto é, a escala dos desequilíbrios dos fluxos e estoques associados a Bretton Woods II, juntamente com as dificuldades em se sustentar um equilíbrio cooperativo em um jogo com fortes incentivos ao *free riding* torna o sistema cambial baseado no dólar e no *renminbi* extremamente vulnerável, com perspectivas de entrar em colapso em poucos anos.

Eichengreen (2004) argumenta ainda que diferentemente de Bretton Woods, o sistema atual não durará mais que 10 anos, colapsando muito antes porque diferentemente dos europeus nos anos 1960, os bancos centrais asiáticos não convivem em um cartel estável

3.1.4 Quarto período de desequilíbrio internacional: 1977 a 1979

Com o colapso do sistema de Bretton Woods em 1973, a maioria dos países passou a adotar taxas de câmbio flutuantes administradas⁵⁵. Os países utilizavam o mecanismo de intervenção nos mercados cambiais tanto para acomodar os distúrbios de mercado –

⁵³ Segundo Nordhaus (2002) apud Obstfeld e Rogoff (2005b), atualmente, os custos em segurança (Iraque e segurança nacional) podem atingir aproximadamente 12% do PNB, e, durante a década de 1970, os custos da Guerra do Vietnã alcançou 15% do PNB.

⁵⁴ China, Índia e outros países emergentes estão mantendo taxas cambiais deliberadamente desvalorizadas a fim de estimular a exportação e o crescimento da mesma forma que Europa e Japão fizeram há 40 anos (Dooley et al 2002). Os bancos centrais desses países desejam acumular ativos em dólar devido aos superávits em conta corrente

⁵⁵ A mudança para o sistema de câmbio flutuante eleva a volatilidade das taxas cambiais.

resquícios de Bretton Woods – como para manter o que era considerado equilíbrio dos mercados cambiais. Essa transição foi consequência do aumento da mobilidade internacional de capital.

Além disso, a inflação que teve início em meados da década de 1960 não foi debelada e persistiu durante a década de 1970 praticamente no mundo inteiro, exceto na Alemanha e na Suíça. Há um debate considerável a respeito das causas desse período de grande inflação: a sua elevação pode ter sido estimulada pelo crescimento monetário (M2); além disso, algumas explicações apontam para um erro na avaliação do *trade off* da curva de Phillips; ou ainda, a tomada de decisões com base em indicações equivocadas da política monetária; e erros nos dados usados pelos bancos centrais.⁵⁶

Ademais, os dois choques dos preços do petróleo, em 1973 e 1979 também são considerados responsáveis no aumento da inflação, apesar de que alguns autores⁵⁷ argumentam que os picos dos preços da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) eram uma resposta endógena à inflação anterior ao período.⁵⁸

Quando as flutuações das moedas ameaçaram sair de controle chegou-se a um ponto de equilíbrio, por meio da Conferência de Cúpula de Bonn em julho de 1978⁵⁹. Os compromissos fundamentais da Conferência foram respeitados. Contudo, Putnam e Henning (1989) *apud* Eichengreen (2000) afirmam que essa surpreendente cooperação nas políticas de ajustes pode ter sido excessivamente modesta para estabilizar as taxas de câmbio, no entanto, impediu que a paridade das principais moedas se afastasse ainda mais.

Ao se comparar com os atuais desequilíbrios internacionais, os dos anos 1977 a 1979 parecem pequenos, alcançando menos de 2% do PIB, mas os problemas eram muito mais sérios, pois refletiam a má administração da política monetária dos EUA, o que acabou tendo sérias consequências às economias do mundo. A depreciação do dólar era reflexo direto da inflação, da recessão e das expectativas pessimistas em relação à política monetária.

⁵⁶ Bordo (2005)

⁵⁷ Barsky e Kilian (2004)

⁵⁸ Segundo Bordo (2005), EUA, Grã-Bretanha, Canadá e outros usaram a política monetária expansionista para prevenir choques contra a redução da produção e do emprego; Alemanha e Suíça não se acomodaram aos choques do petróleo; o Japão acomodou-se ao primeiro, mas não ao segundo. Esses países tiveram inflação menor do que EUA, Grã-Bretanha e Canadá.

⁵⁹ A Conferência garantiu que os governos dos EUA, do Japão, da Alemanha e da França adotassem compromissos coordenados, permitindo os ajustes mínimos para a superação dos desequilíbrios da época. Os EUA anunciaram medidas antiinflacionárias para conter os gastos públicos e os salários, além disso, os preços do petróleo foram elevados até os níveis mundiais, eliminando a incongruência, que na opinião de europeus e japoneses, agravava os déficits externos responsáveis pela desvalorização do dólar. Em contrapartida, europeus e japoneses aplicaram políticas expansionistas, elevando os gastos governamentais e a demanda doméstica.

Dos episódios de desequilíbrios internacionais acima apresentados, fica evidente a importância dos ajustes em nível multilateral, isto é, a cooperação dos países mostra-se fundamental nos momentos de superação de crises como essas. No primeiro episódio, os países tinham muito interesse em cooperar e, além disso, confiavam que regras do sistema econômico internacional, o padrão ouro, seriam respeitadas. O período entre guerras e o colapso do sistema de Bretton Woods, por sua vez, foram resultado direto da insustentabilidade de regimes com fraquezas fundamentais e busca por políticas inapropriadas. No período do sistema de Bretton Woods a cooperação foi possível graças ao cenário internacional da Guerra Fria, em que os EUA contavam com o apoio dos países aliados. Já a experiência dos anos 1970 não estava relacionada diretamente aos problemas de estrutura monetária internacional, mas sim às falhas das políticas monetária e fiscal dos EUA, porém os seus ajustes exigiram uma coordenação dos principais aliados da potência econômica.

3.2 Os atuais desequilíbrios internacionais

A elevação da dimensão global das transações econômicas e financeiras alterou o contexto em que ocorrem os desequilíbrios internacionais e seus ajustes. Os grandes déficits ou superávits na conta corrente são resultados naturais do aprofundamento das relações econômicas, comerciais e financeiras.

Se por um lado a abertura comercial e a concorrência tenderiam a facilitar o ajuste dos desequilíbrios globais, por outro, a globalização também trouxe novos riscos e desafios. Isto é, grandes posições externas aumentaram a exposição das economias aos distúrbios do mercado financeiro, aumentando os riscos associados a um súbito realinhamento das expectativas dos investidores.

Nos últimos anos, os desequilíbrios internacionais aumentaram consideravelmente. E, o que se nota é que uma parte significativa da deterioração da posição externa dos países deficitários, a partir de 1997 (crise asiática), não possui contraparte nas estatísticas históricas internacionais, refletindo, assim a expansão da conta corrente global.

Partindo-se do ponto de vista norte-americano, identificam-se quatro interpretações distintas a respeito dos desequilíbrios internacionais – com implicações políticas e propostas de ajustes diferentes, porém relacionadas. A primeira interpretação refere-se à redução nos

níveis de poupança doméstica dos EUA nos últimos anos. A segunda, está relacionada à capacidade dos EUA em atrair recursos externos para investimento e financiamento da conta corrente. A terceira, por sua vez, é a denominada *global savings glut*, ou elevação nos níveis de poupança globais, que alimenta os massivos fluxos de capitais e investimentos direcionados aos EUA. Finalmente, a quarta interpretação é a visão da co-dependência sino-americana, que teve origem, basicamente, na aversão ao risco dos países asiáticos após a crise de 1997.⁶⁰

Eichengreen (2006) sugere uma forma simples de identificar a compatibilidade dessas quatro interpretações: a conta corrente é a diferença entre poupança e investimento (S-I) e o déficit dos EUA deve ser igual ao superávit do resto do mundo ($S-I = I^* - S^*$). Em equilíbrio geral, os choques em qualquer uma dessas variáveis podem ter implicações a todas elas⁶¹.

Além disso, os desequilíbrios suscitam discussões a respeito das correções em níveis sustentáveis, as quais necessitarão de grandes ajustes cambiais, especialmente em relação ao dólar, com efeitos sobre os mercados financeiros e a atividade econômica.⁶² Porém, outros estudiosos estão menos preocupados, argumentando, por exemplo, que uma resolução benigna dos desequilíbrios globais passa necessariamente pela profunda integração econômica e financeira mundial.⁶³

Entende-se, portanto, que a correção dos desequilíbrios internacionais e suas implicações constituem o principal risco para o futuro da estabilidade financeira e econômica internacional. Não se pode esquecer que essas correções devem ocorrer em âmbito multilateral, levando-se em consideração as mudanças geopolíticas em andamento, como a consolidação do importante papel que exercem na economia os países do leste asiático, como por exemplo, a China; do Oriente Médio, especialmente exportadores de petróleo; e da América Latina.

⁶⁰ Eichengreen (2006)

⁶¹ A interpretação da deficiência de poupança dos EUA sugere que as baixas taxas de poupança dos EUA estão relacionadas aos desequilíbrios, e portanto, são consideradas um choque negativo em S. Para a interpretação da nova economia, o principal fator por trás dos desequilíbrios globais é a atratividade do investimento nos EUA, tornando-se, assim, um choque positivo em I. A interpretação da abundância de poupança global, por sua vez, considera que os grandes montantes de poupança externa são atraídos para os EUA, tornando-se um choque positivo em S*. E a interpretação da co-dependência sino-americana entende que a aversão ao risco dos países asiáticos os levou a manter a economia sob menores pressões de demanda, exibindo baixas taxas de investimento, e acumulando reservas para se protegerem de outra crise asiática, para eles, os déficits norte-americanos leva a uma redução em I*. Dessa forma, todas as quatro variáveis podem ser afetadas por choques. E os choques em qualquer uma delas, geram conseqüências nas outras três. Não há, portanto, incompatibilidade entre as quatro interpretações. Existem, contudo, diferenças nas abordagens. (Eichengreen, 2006)

⁶² Ver, por exemplo, FMI (2002); Obstfeld e Rogoff (2001, 2004).

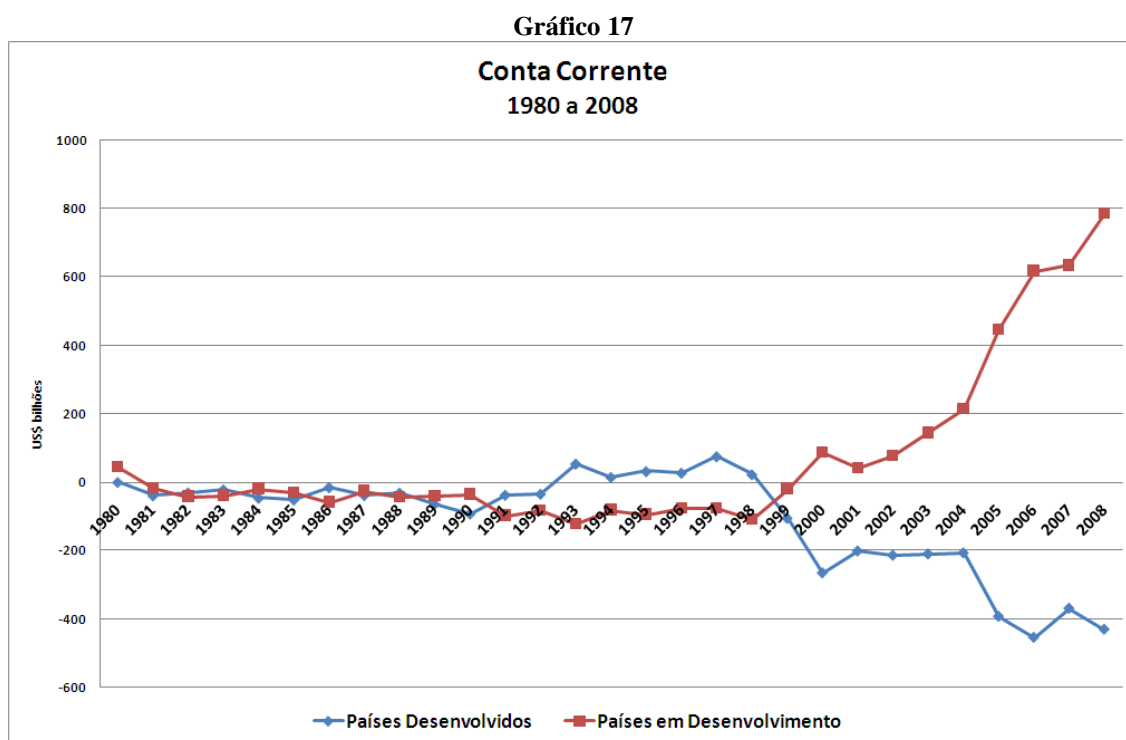
⁶³ Ver, por exemplo, Cooper (2001, 2004).

Assim, a seguir, serão discutidos os principais elementos dos desequilíbrios internacionais do ponto de vista norte-americano e as possíveis conseqüências dos ajustes globais para a economia internacional.

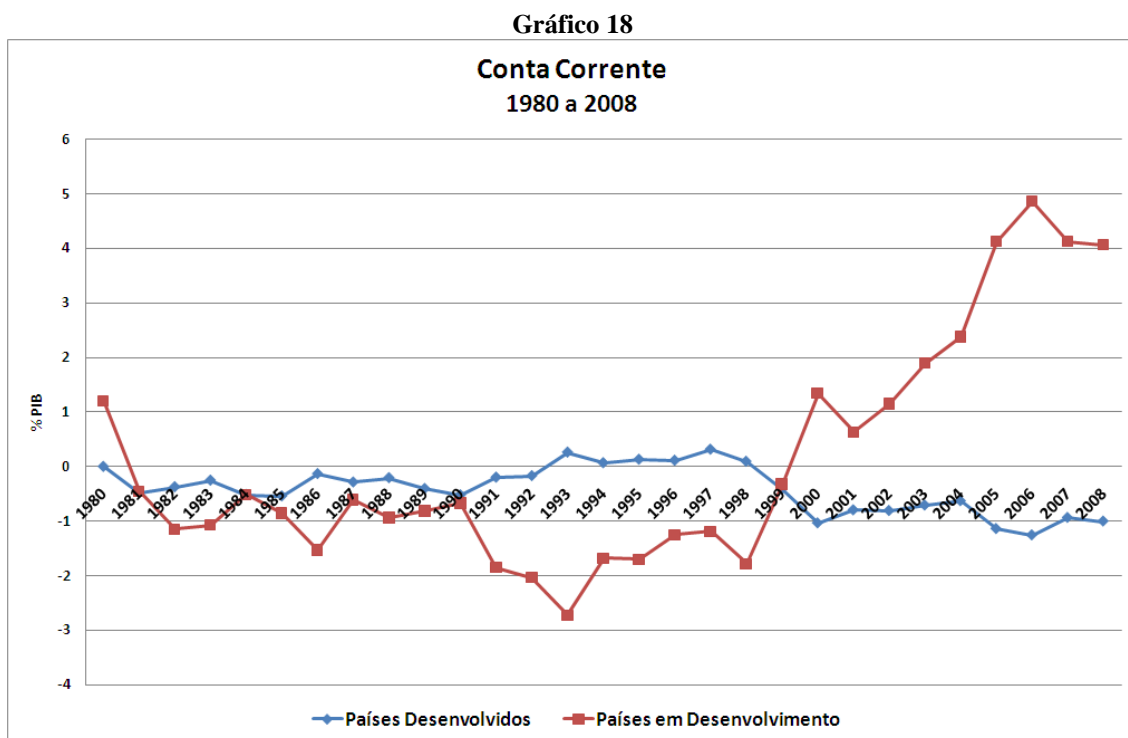
3.2.1 Elementos dos desequilíbrios internacionais

Os Gráficos 17 e 18 indicam que a partir de 1999 há uma mudança nos padrões da conta corrente dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Nos primeiros dez anos indicados nos gráficos, aproximadamente, havia um equilíbrio na conta corrente dos países em geral. Durante a década de 1990, houve uma pequena alteração, com os países desenvolvidos apresentando superávits e os países em desenvolvimento, déficit. De 1999 em diante os países em desenvolvimento apresentam um salto no superávit e, os países desenvolvidos uma queda acentuada nos déficits.

Além disso, os gráficos também revelam uma mudança nos fluxos de capital e de comércio, que historicamente tendiam a migrar de países desenvolvidos para países em desenvolvimento; observa-se, portanto, que há um novo direcionamento desses fluxos, isto é, saem da periferia para o centro.



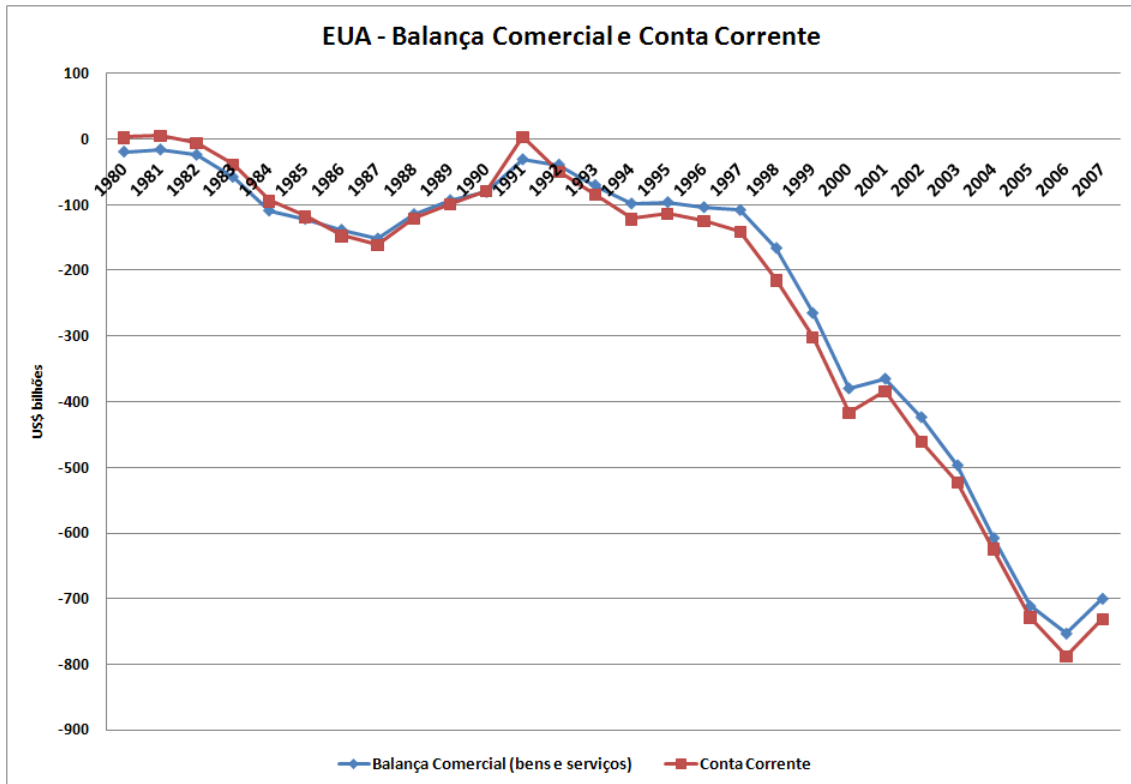
Fonte: IMF, *World Economic Outlook*, Outubro de 2008, os dados referentes a 2008 são projeções.



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, Outubro de 2008, os dados referentes a 2008 são projeções.

Segundo dados do *Bureau of Economic Analysis* (BEA) os déficits comerciais e da conta corrente dos EUA foram se aprofundando a partir de 1997, chegando a alcançar os maiores valores em 2006, US\$ 750 e US\$ 790 bilhões (ou 5,71% e 5,98% do PIB), respectivamente. Em 2007 houve uma pequena redução, US\$ 700 e US\$ 730 bilhões (ou 5,07% e 5,29% do PIB), respectivamente.

Gráfico 19

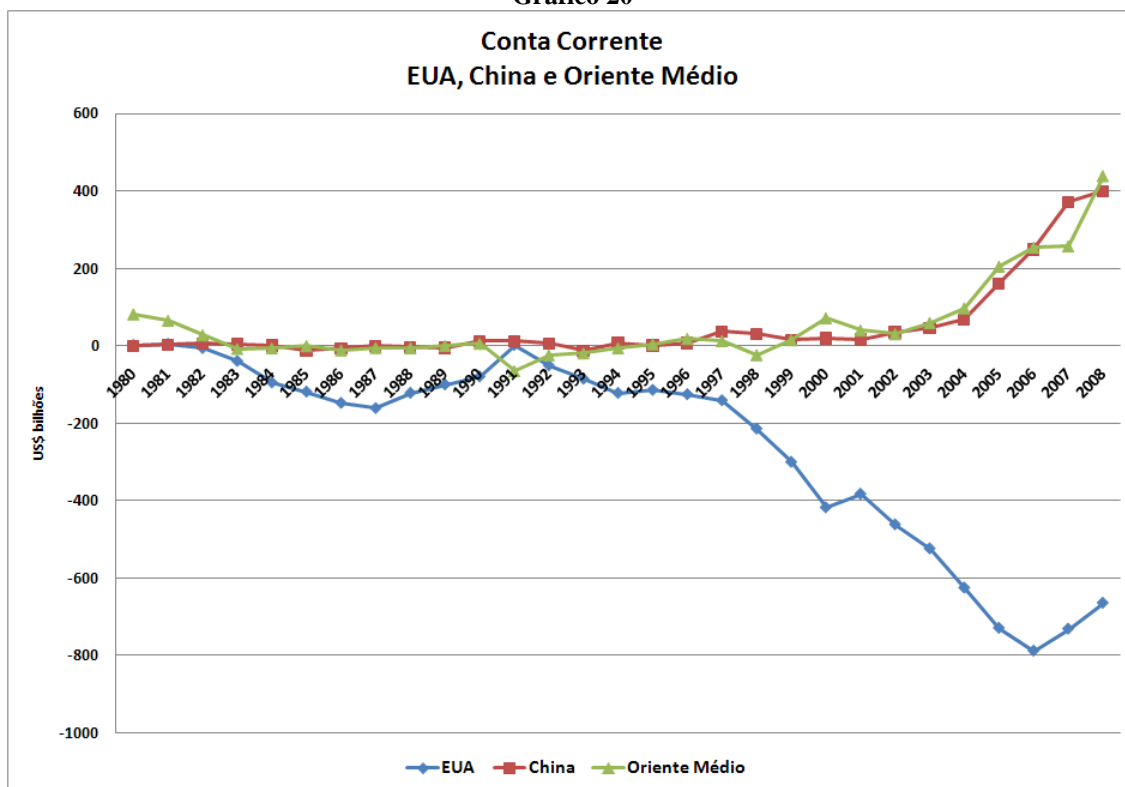


Fonte: BEA, acesso em dezembro de 2008.

O que se observa é uma relação de dependência entre os EUA e o resto do mundo, mais especificamente da Ásia, o que alimenta o desequilíbrio internacional⁶⁴. Isto é, após a crise asiática de 1997, a relação dos países asiáticos com os EUA se aprofundou de tal forma devido a uma conjunção de fatores: a grande aversão ao risco dos formuladores política asiáticos, aliada à política de crescimento estimulado pelas exportações, a qual é sustentada por taxas cambiais sub-valorizadas.

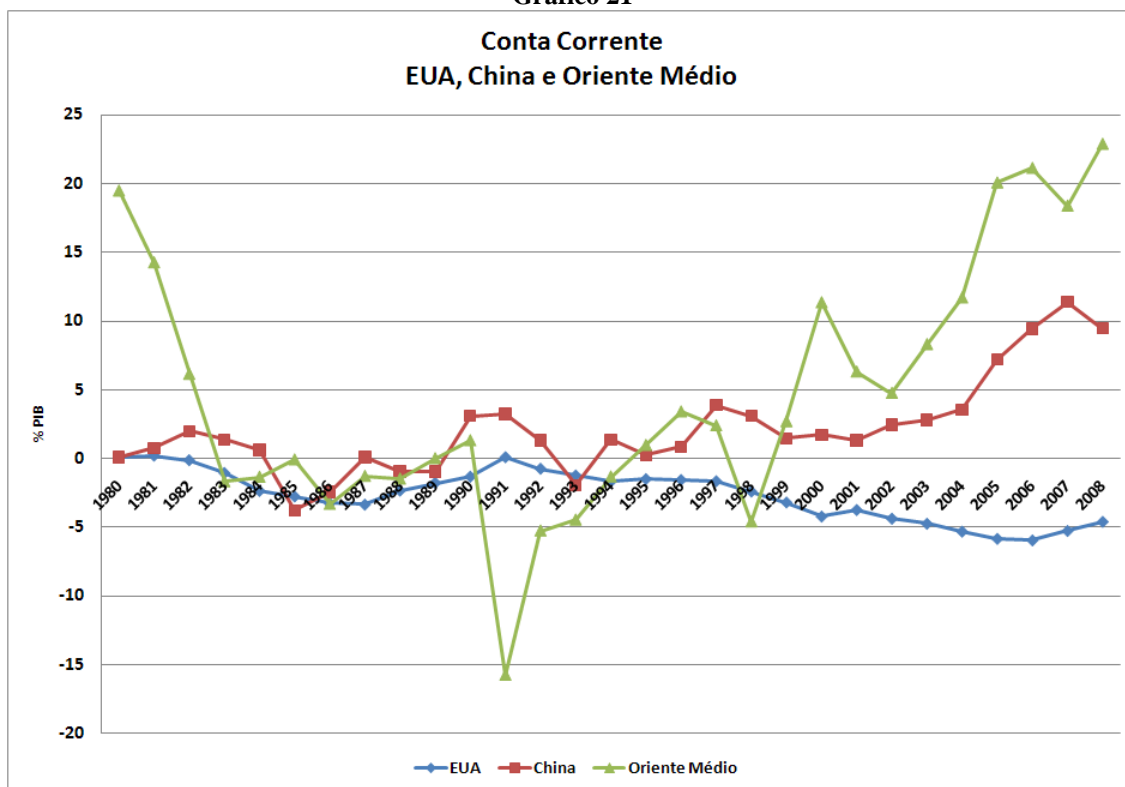
⁶⁴ Em relação à perspectiva chinesa dos desequilíbrios globais ver, por exemplo, Yongding (2007), Woo (2005), Prasad e Wei (2005).

Gráfico 20



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, outubro de 2008.

Gráfico 21



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, outubro de 2008.

Identifica-se, portanto, a formação de uma nova estrutura geopolítica e geoeconômica mundial que está baseada em um processo no qual, em termos econômicos, o Ocidente está em relativo declínio, e o Oriente, em ascensão. Segundo a análise de Maddison (2005), que compreende o período de 1950 a 2030, espera-se que a participação no PIB global (em termos de paridade de poder de compra, PPP) de países como Estados Unidos, Europa, Canadá, Austrália e Nova Zelândia declinem de 70% para 38%, e a participação da Ásia aumente de 19 para 52%. O mesmo autor ainda prevê que em 2030, o PIB da China corresponderá a mais de 18% do PIB mundial (PPP) e terá superado o PIB dos EUA.

A Tabela 3 é um exemplo que ilustra essa alteração na estrutura geopolítica e geoeconômica mundial. A partir dos dados de comércio dos EUA por região para os anos de 1963, 1973, 1983, 2003 e 2007, identifica-se que o fluxo de comércio com algumas regiões tradicionais reduziu-se nesse período, é o caso, por exemplo, dos países da América Central e do Sul, e uma leve redução no comércio com países da Europa. Por outro lado, há um crescimento no nível de comércio, principalmente importações dos EUA para países da África, Oriente Médio e Ásia, com destaque especial para a China, que nada importava para os EUA em 1963 e que, em 2007 passou a participar de 16,8% das importações dos EUA.

Tabela 3

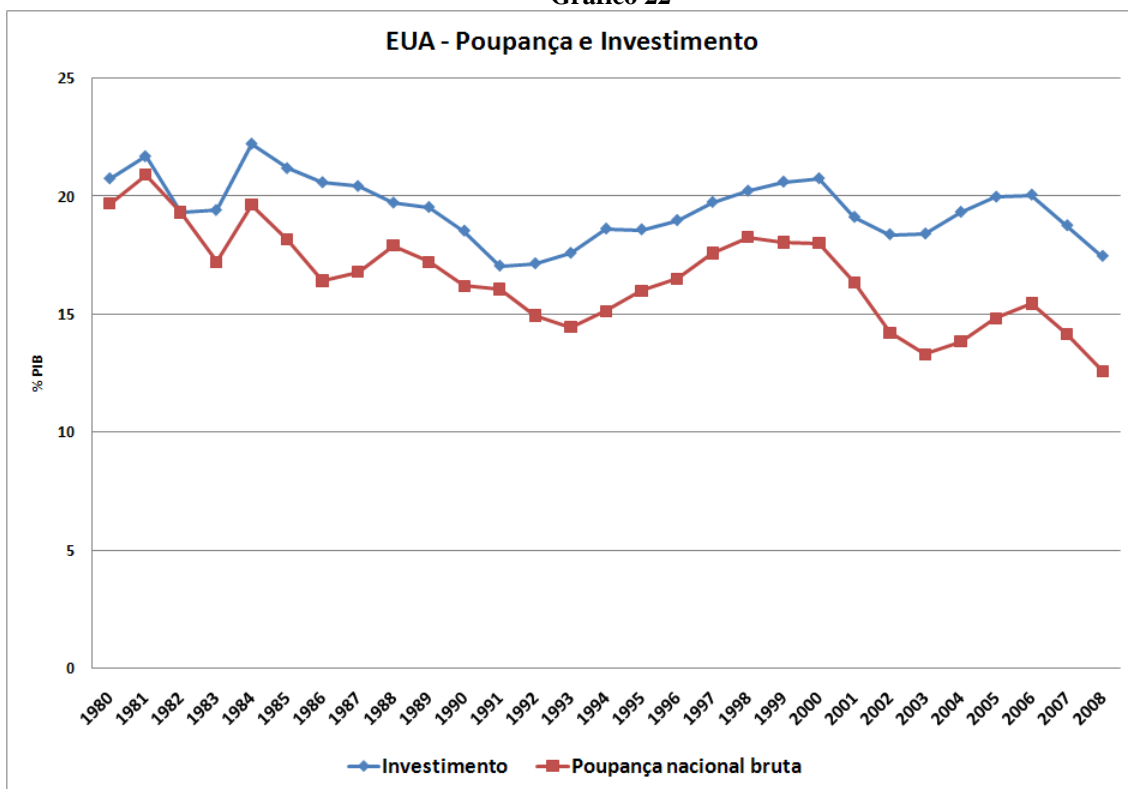
Comércio dos EUA por região em períodos selecionados												
	Exportações						Importações					
	1963	1973	1983	1993	2003	2007	1963	1973	1983	1993	2003	2007
	Valor (US\$ bilhões)											
Mundo	22,9	72,4	205,6	464,8	724,8	1162,5	17,1	70,3	269,9	603,2	1303,1	1919,4
	Participação (%)											
Mundo	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
América do Norte	21,2	26,4	25,4	30,6	36,9	33,2	25,7	28,6	26,1	25,6	28,1	26,3
América Central e do Sul	11,6	9,5	7,9	7,9	7,1	9,2	20,1	10,3	9,5	6,1	6,4	7,0
Europa	29,7	28,8	26,8	24,9	23,3	23,7	27,5	27,6	21,1	20,1	21,6	19,5
União Européia (27)	-	-	-	...	21,4	21,3	-	-	-	...	20,0	18,1
Europa (outros)	-	-	-	...	1,9	2,4	-	-	-	...	1,6	1,4
Com. dos Estados Indep.	-	-	-	0,8	0,5	0,9	-	-	-	0,4	0,8	1,3
Rússia	-	-	-	0,6	0,3	0,6	-	-	-	0,3	0,7	1,0
África	4,3	3,1	3,7	2,0	1,5	2,0	4,7	4,3	5,6	2,6	2,6	4,7
África do Sul	1,2	1,0	1,0	0,5	0,4	0,5	1,5	0,5	0,8	0,3	0,4	0,5
África (outros)	3,1	2,1	2,7	1,5	1,1	1,6	3,2	3,8	4,8	2,3	2,2	4,3
Oriente Médio	2,4	3,0	6,5	3,6	2,7	4,0	1,8	2,4	2,8	2,7	3,4	4,0
Ásia	20,6	23,3	26,0	30,1	28,0	27,0	19,6	26,1	34,5	42,5	37,0	37,2
Japão	7,5	11,4	10,1	10,3	7,2	5,4	8,8	13,8	16,1	18,3	9,3	7,4
China	0,0	0,0	1,4	1,9	3,9	5,6	0,0	0,1	0,9	5,6	12,5	16,8
Leste Asiático (6)	3,0	5,6	9,2	13,4	12,2	11,0	2,9	7,5	12,2	14,4	10,6	8,6
Ásia (outros)	10,1	6,3	5,3	4,5	4,6	5,0	7,9	4,8	5,3	4,1	4,6	4,4

Fonte: OMC, *International Trade Statistics*, 2008.

Desde 1999, o déficit de conta corrente dos EUA também refletiu as baixas taxas de poupança (acompanhadas por uma queda cíclica parcial nas taxas de poupanças públicas e de investimento privado), refletindo uma resposta à grande demanda ao aumento da riqueza nos anos 1990 nos países deficitários, o que tende a ter um financiamento direto – baseado nos sistemas financeiros⁶⁵.

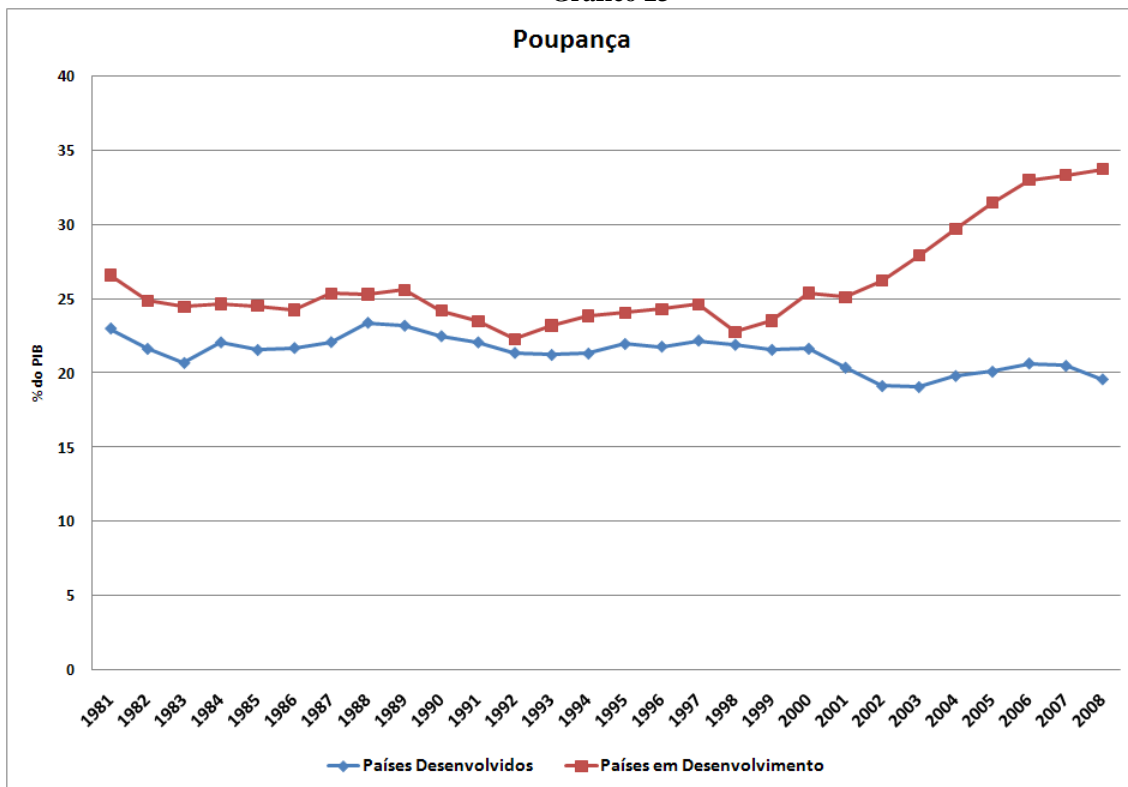
⁶⁵ Bertaut (2002) e FMI (2001)

Gráfico 22



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, Outubro de 2008.

Gráfico 23



Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, Outubro de 2008.

Defensores da interpretação da abundância de poupança global⁶⁶ consideram que a poupança global foi estimulada por uma conjunção de fatores, como por exemplo, o rápido crescimento, os altos preços do petróleo e o desenvolvimento financeiro.⁶⁷

Os investidores estrangeiros buscam oportunidades lucrativas para destinar o excesso de poupança, o que acaba inevitavelmente canalizando boa parte desses recursos para os EUA, financiando seu déficit. Esse fluxo de poupança estrangeira pressiona para baixo as taxas de juros norte-americanas, estimulando o consumo doméstico. Com altas taxas de poupança em outros países, os investidores estrangeiros e os governos alimentam os déficits dos EUA de forma contínua, colocando-os em uma posição de consumidores de última instância.⁶⁸

Entretanto, essa não é uma posição definitiva, pois já há constatações de redução nos níveis de poupança não apenas nos EUA, mas também na Europa e no Japão. À medida que os mercados emergentes amadureçam, tanto as taxas de crescimento como as taxas de poupança convergirão com as dos países desenvolvidos, aprofundando e desenvolvendo os mercados financeiros, o qual substituirá a poupança no financiamento dos gastos com consumo.

Ademais, tanto a estrutura da composição quanto a magnitude dos fluxos financeiros norte-americanos sofreram alterações nos últimos anos. A concentração e a composição dos portfólios financeiros nos EUA e no exterior podem afetar os instrumentos de superação dos desequilíbrios globais, particularmente em relação aos países asiáticos, devido à ausência de coordenação de suas diretrizes políticas e econômicas.

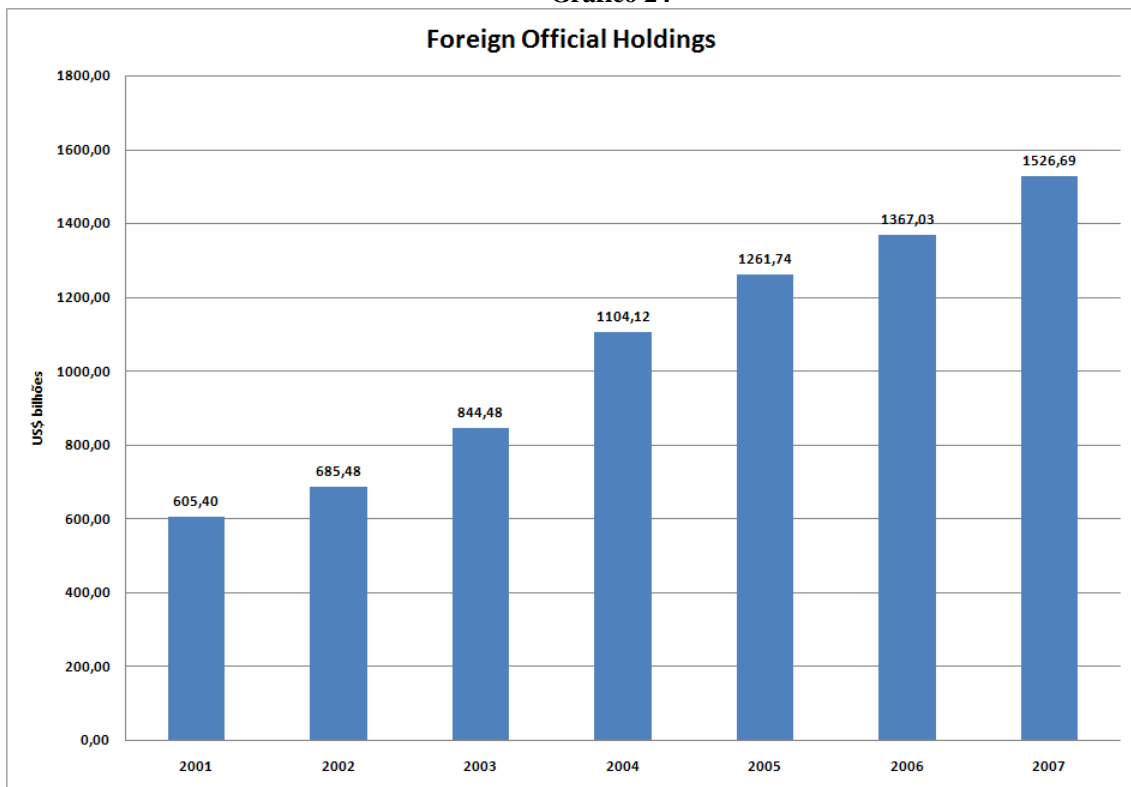
A aquisição estrangeira de títulos do Tesouro norte-americano vem aumentando desde 2002, quando o dólar iniciou seu processo de depreciação. A aquisição oficial estrangeira durante tempos de depreciação do dólar não é novidade. Importantes aquisições ocorreram entre os anos de 1986 e 1989 e, depois, em meados dos anos 1990, quando o dólar sofria pressões de depreciação. Contudo, a aceleração de aquisições oficiais depois de 2003 não têm precedentes.

⁶⁶ Para maiores informações consultar, por exemplo, Bernanke (2005) e Hubbard (2005)

⁶⁷ Na China, por exemplo, a baixa disponibilidade de bens de consumo e o subdesenvolvimento da intermediação financeira permitiram a elevação das taxas de poupança. Nos países exportadores de petróleo e no Oriente Médio, os altos preços do petróleo estimularam as altas taxas de poupança. Nos países desenvolvidos, o rápido crescimento levou ao aumento dos ganhos corporativos, que acabaram estimulando, de certa forma, a poupança corporativa

⁶⁸ Eichengreen (2006).

Gráfico 24



Fonte: Tesouro Norte-Americano, *Treasury International Capital System (TIC)*, acesso em dezembro de 2008.

Em 2007 os dez maiores países detentores de ativos do Tesouro norte-americano eram: Japão, China, Reino Unido, países exportadores de petróleo⁶⁹, Brasil, centros bancários localizados no Caribe⁷⁰, Luxemburgo Hong Kong, Alemanha e Cingapura. Em setembro de 2008, a China assume a primeira colocação, e há o surgimento de Rússia e Suíça, em substituição a Alemanha e Cingapura.

Em 2007, do total dos 4,3 trilhões de dólares em títulos do Tesouro americano nas mãos investidores, cerca de 2,2 trilhões de dólares correspondiam às aquisições de estrangeiros⁷¹. De 1985 a 2005, os estrangeiros adquiriram quase 75% do total de títulos emitidos pelo Tesouro. De 1995 a 2005, as aquisições domésticas caíram, enquanto as aquisições de estrangeiros praticamente dobraram⁷².

⁶⁹ Nesse grupo incluem-se Equador, Venezuela, Indonésia, Bahrein, Irã, Iraque, Kuwait, Omã, Qatar, Arábia Saudita, Emirados Árabes Unidos, Argélia, Gabão, Líbia, e Nigéria.

⁷⁰ Nesse grupo incluem-se Bahamas, Bermuda, Ilhas Cayman, Antilhas Holandesas, e Panamá.

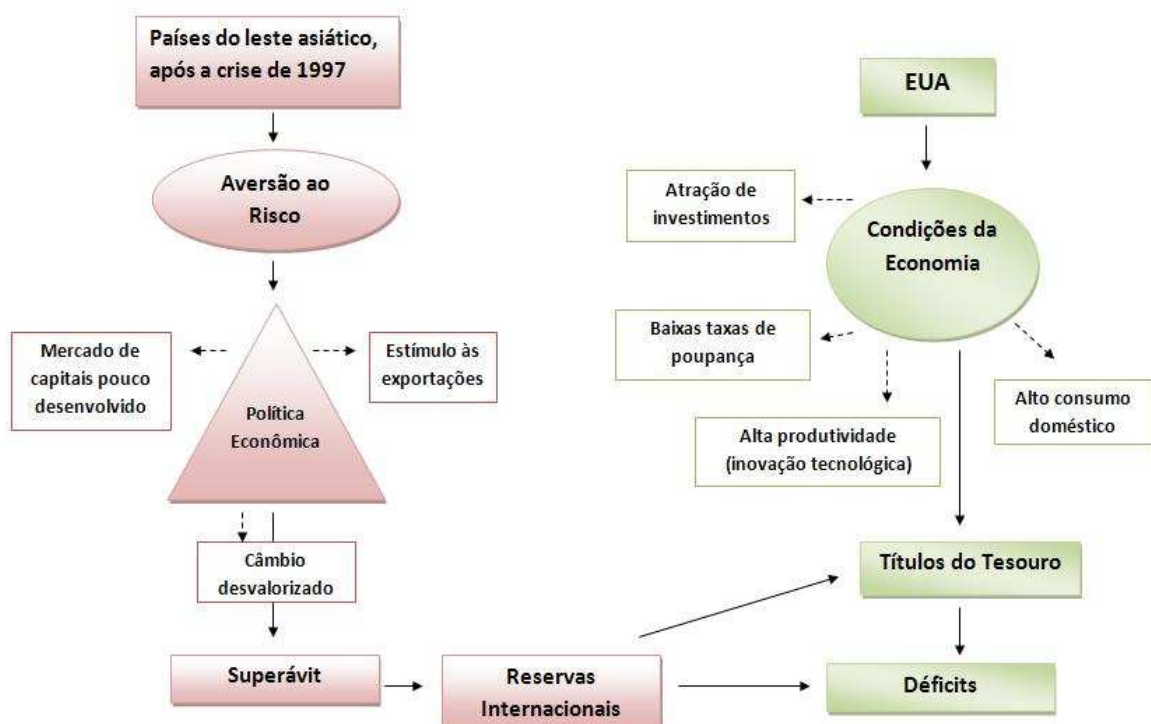
⁷¹ Instituições oficiais, como os bancos centrais, estimam em cerca de 60% desse total.

⁷² A aquisição de títulos do Tesouro por estrangeiros caiu em 2000-2001, devido, talvez, à alta taxa de câmbio do dólar. Por outro lado, houve um aumento dramático na aquisição desses títulos por estrangeiros no período de 2003-2004, quando o dólar estava depreciado. Contudo, Truman e Wong (2006) indicam que não há relação clara entre o valor do câmbio norte-americano e o ritmo das aquisições dos títulos do Tesouro.

Assim, o atual desequilíbrio internacional tem origem em uma conjunção de fatores, os quais não podem ser considerados isoladamente. A Figura 1 representa um esquema simplificado desse cenário.

Desde a crise de 1997, os governos asiáticos passaram a adotar uma política econômica de crescimento estimulado pelas exportações com câmbio desvalorizado, o que permitiu que esses países alcançassem superávits comerciais elevados e, conseqüentemente, acúmulo de reservas internacionais. Em contrapartida, as condições econômicas dos EUA o tornaram o motor que mantém essa política em pleno funcionamento, atraindo os excedentes de capital advindos principalmente do leste asiático.

Figura 1



3.2.2 Os mecanismos de ajuste externo

A relação entre globalização e ajuste externo não está completamente esclarecida. Alguns aspectos da globalização – incluindo, por exemplo, a especialização na produção – podem, ao menos em teoria, impedir e não facilitar o ajuste. É preciso, portanto, ter

consciência dos riscos associados aos desequilíbrios globais, mas ao mesmo tempo, utilizar os instrumentos da própria globalização para o ajuste.

Dessa forma, as preocupações que surgem estão relacionadas às correções em níveis sustentáveis, as quais necessitarão de grandes ajustes cambiais, especialmente em relação ao dólar, com efeitos sobre os mercados financeiros e a atividade econômica.⁷³ Por outro lado, outros estudiosos estão menos preocupados, argumentando que uma resolução benigna dos desequilíbrios globais passa necessariamente pela profunda integração econômica e financeira mundial.⁷⁴

Em relação às correções desses desequilíbrios, em FMI (2002) a preocupação está relacionada a uma abordagem multilateral dos ajustes, incluindo o papel fundamental nesse processo dos países em desenvolvimento, especialmente os asiáticos.

O relatório examina as preocupações que surgiram devido aos grandes desequilíbrios externos entre os países desenvolvidos, sob um ponto de vista multilateral, isto é, incluindo o papel dos países emergentes do leste asiático desde a crise de 1997. Tal perspectiva permite uma série de *insights* adicionais, incluindo a importância de se observar as taxas de poupança relativa e as taxas de investimento entre países e não seus valores absolutos; e o impacto dos movimentos cambiais na manutenção da riqueza global. A conclusão é que os atuais desequilíbrios não são viáveis no médio prazo, tendo em vista os ajustes em potencial que poderiam ocorrer de forma rápida e abrupta, e políticas que podem mitigar esses riscos. O relatório conclui que os desequilíbrios atuais não vão se sustentar no médio prazo e aponta três pontos importantes.

O primeiro é que os desequilíbrios em conta corrente são relevantes, pois os mercados de bens não são totalmente integrados. Segundo, o crescimento dos desequilíbrios reflete tanto o dinamismo dos países em déficit no final dos anos 1990 como os excessos financeiros ligados à revolução na tecnologia da informação⁷⁵. Terceiro, assim como em Obstfeld e Rogoff (2001, 2004) os ajustes parecem não ser viáveis no médio prazo; a correção dos desequilíbrios vai exigir ajustes profundos da taxa de câmbio, especialmente em relação ao dólar, com possíveis efeitos nocivos à atividade econômica em geral, incluindo os mercados financeiros internacionais. Wolf (2004), por sua vez, considera a situação atual como a de um “buraco negro insustentável”, indicando que os EUA estão caminhando para a completa ruína.

⁷³ Ver, por exemplo, FMI (2002); Obstfeld e Rogoff (2001, 2004).

⁷⁴ Ver, por exemplo, Cooper (2001, 2004).

⁷⁵ Nesse sentido, Greenspan (2004) afirma que devido justamente à capacidade de os EUA de não só ter acesso e aplicar a inovação tecnológica, como também criar tecnologia, cria condições de manutenção dos desequilíbrios por um período considerável.

Roubini e Setser (2004) analisam a sustentabilidade dos déficits externos norte-americanos frente ao sistema de Bretton Woods II. Em outras palavras, os autores procuram examinar a estabilidade do sistema, que está baseado na política dos bancos centrais asiáticos de manterem reservas internacionais acima dos níveis “suficientes”. Tais reservas correspondem a títulos do Tesouro norte-americano (e outros ativos de renda fixa norte-americanos) e fornecem os fluxos financeiros necessários para sustentar o déficit da conta corrente dos EUA. Para os autores, o sistema de Bretton Woods II é frágil e instável. Mesmo que os EUA sejam capazes financiar seus déficits, o país está seguindo um caminho perigoso e pouco sustentável.

Adotando posições mais incisivas, Gros (2006) considera equivocada a afirmação de que a atual situação de desequilíbrios internacionais é sustentável. Em um primeiro momento, os argumentos que apóiam essa afirmação indicam que (i) apesar dos grandes déficits dos EUA, o balanço em relação à renda permanece positivo; e (ii) a dívida externa norte-americana parece ter estabilizado, apesar dos contínuos déficits. O autor afirma, contudo, que tais argumentos são baseados em estatísticas oficiais pouco confiáveis.

Além disso, para Gros, os países desenvolvidos podem corrigir os desequilíbrios sem provocar grandes efeitos negativos. Isto é, um ajuste sem uma queda drástica no crescimento norte-americano necessitaria de uma elevação sem precedentes das exportações dos EUA – o que é difícil de imaginar dado que as exportações terão que dobrar para alcançar o nível de importações.⁷⁶

Por outro lado, os desequilíbrios podem ser sustentáveis por um tempo relativamente longo, uma vez que eles são o reflexo de mudanças históricas na economia global, incluindo a integração dos mercados mundiais, e a participação de países com excedente de mão-de-obra, tais como China e Índia; e o papel central dos EUA no funcionamento e na integração dos mercados financeiros. Autores que defendem esse posicionamento geralmente consideram que um eventual aprofundamento desse desequilíbrio dependerá do reequilíbrio do comportamento dos diferenciais de poupança e investimento entre os EUA e países com superávits, com um pequeno papel do realinhamento das taxas cambiais.⁷⁷

Cooper (2001, 2004), por exemplo, entende que os ajustes se darão dentro do sistema por meio de instrumentos próprios da integração econômica e financeira. Além disso,

⁷⁶ O autor está convencido de que a maior parte do ajuste se dará pela redução da demanda, ou seja, uma redução no crescimento dos EUA. Gros ainda prevê que o retorno da conta corrente a níveis sustentáveis levará a uma redução de quase 1% do PIB. Além disso, “levou-se quase uma década para que a conta corrente (o déficit) alcançasse 7% do PIB, e talvez levará ainda outros 10 anos para voltar a níveis sustentáveis” (Gros, 2006 p.257, tradução nossa).

⁷⁷ FMI (2007)

argumenta-se que os EUA poderiam manter grandes déficits e financiar uma grande dívida externa de forma relativamente fácil pois os investimentos estrangeiros dos EUA possuem ganhos de retorno significativamente maiores do que os investimentos estrangeiros nos EUA.

Hausmann e Struzenegger (2006), por sua vez, afirmam que a inconsistência na utilização dos dados norte-americanos de renda e de estoque é que levaram a interpretações errôneas sobre a sustentabilidade dos desequilíbrios norte-americanos e que portanto, os desequilíbrios são sustentáveis no longo prazo.

Contudo, segundo o FMI (2007) o ajuste dos desequilíbrios externos não ocorrerá exclusivamente por conta de um reequilíbrio de demanda entre EUA e os demais países superavitários, por conta da imperfeição da integração dos mercados de bens e serviços internacionais e a rigidez característica que dificulta a realocação dos recursos. O processo de redistribuição dos gastos mundiais necessita de movimentos consideráveis nas taxas de câmbio a fim de evitar uma recessão prolongada nos EUA⁷⁸.

O déficit de conta corrente dos EUA não pode ser reduzido sem uma depreciação da taxa de câmbio. Os movimentos das taxas reais de câmbio têm papel importante, pois permitem uma recuperação serena dos desequilíbrios internacionais⁷⁹. A depreciação real ajuda a conter os custos no caso de uma redução no ritmo de crescimento do PIB, os quais estão associados às reversões dos déficits de conta corrente. A consolidação fiscal e o aumento significativo da taxa de poupança nacional também são episódios típicos em que o ajuste pode ser alcançado sem grandes prejuízos ao crescimento geral.

Entretanto, os benefícios de um processo sereno de ajuste decrescem com o tamanho do déficit externo e aumentam com o grau de abertura comercial de um país. Por exemplo, para países com superávits, os períodos em que os superávits em conta corrente diminuíram geralmente estavam envolvidos com uma apreciação nas taxas de câmbio, apesar de um aumento na demanda doméstica também ter um papel importante nesses casos. Além disso, uma economia mais flexível, isto é, com menores obstáculos à realocação de recursos, apresenta melhores possibilidades de responder às alterações nas taxas de câmbio real.⁸⁰

A evolução das contas correntes entre as regiões depende mais dos movimentos relativos do que absolutos nas taxas de poupança e investimento – por exemplo, se as taxas de

⁷⁸ A experiência do final dos anos 1980 – quando o déficit externo dos EUA chegaram a 3,5% do PIB por mais de três anos – sugere que essas mudanças podem ser profundas. Durante aquele período, o valor efetivo real do dólar depreciou cerca de 40%, apesar da queda substancial do diferencial de crescimento do PIB norte-americano em relação aos seus parceiros comerciais

⁷⁹ Bergstein (2007) sugere uma estratégia para a política norte-americana para a questão do câmbio. Lane e Milesi-Ferreti (2005) discutem a relação da globalização financeira e as taxas cambiais.

⁸⁰ FMI (2007)

poupança em todas as regiões aumentaram no mesmo nível, isso significa que há mais recursos para o investimento em geral, mas não tem nenhum impacto direto sobre as posições das contas correntes.

Diversos fatores indicam que os excessos financeiros têm um papel importante no aumento do crescimento da demanda real em relação ao produto nos países deficitários. O dinamismo da demanda nos países deficitários na década de 1990 traz apoio importante para a atividade global, mais precisamente para os países emergentes do leste asiático desde 1997, mas as diferenças entre o crescimento da demanda real doméstica e a produção real não pode ser sustentada indefinidamente. A questão é se ocorrerá uma reversão tranquila ou não.⁸¹

A relação de dependência entre os EUA e o resto do mundo está se aprofundando a cada dia. Nesse sentido, há discussões a respeito da necessidade ou não de mudança no paradigma comercial e de política econômica norte-americana.

Baily e Lawrence (2006) afirmam que não existe necessidade de um novo paradigma; para tanto destacam evidências de que de fato os EUA estão encontrando maiores dificuldades em exportar do que nos últimos dez anos. Contudo, o responsável pelos crescentes déficits é a taxa de câmbio e não as dificuldades estruturais da indústria e dos serviços de se inserirem no ambiente internacional. Greenspan (2004) também afirma que o paradigma econômico estruturado após a Segunda Guerra Mundial permanece até os dias de hoje e que a capacidade da economia norte-americana em suportar pressões de déficits e desvalorizações cambiais se deve à sua capacidade inovadora em tecnologia.

Cline (2005a) por sua vez, adota uma posição em que a superação dos déficits norte-americanos deveria passar por uma reforma interna aliada a um acordo internacional, Plaza II⁸², de maneira a alcançar a apreciação de uma ampla gama de moedas estrangeiras, permitindo que o déficit externo volte a 3% do PIB.

⁸¹ Segundo FMI (2007), ao final dos anos 1980, a desaceleração da demanda doméstica real nos países deficitários foi amortecida pela demanda da zona do euro e do Japão (refletindo a unificação alemã e a bolha dos preços dos ativos, respectivamente). Naquele momento, isso foi um fator estabilizador mas provou-se insustentável e levou, dentre outros problemas, às recessões na zona do euro e no Japão nos anos de 1992 a 1993.

⁸² O Acordo de Plaza foi assinado em setembro de 1985, por cinco países: França, Alemanha Ocidental, Japão, EUA e Reino Unido. O Acordo previa a depreciação do dólar frente ao iene e ao marco alemão, por meio de intervenção no mercado cambial. A desvalorização do dólar era importante por dois motivos principais: reduzir o déficit de conta corrente dos EUA, que na época havia alcançado 3,5% do PIB e retirar a economia norte-americana de uma recessão que havia iniciado no começo dos anos 1980. Dois anos depois, foi assinado o Acordo do Louvre, com o objetivo de manter o declínio do valor do dólar. Pode-se afirmar que o Acordo de Plaza refletiu, de maneira significativa, a emergência do Japão como um ator importante no sistema monetário internacional. Para maiores informações ver, por exemplo, a declaração do Acordo de Plaza em <http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm850922.htm> ou o site do Tesouro Norte-Americano (<http://www.treas.gov/offices/international-affairs/esf/history/#IO8590>).

E Bergsten (2005), também, acredita na necessidade de grandes e profundas iniciativas políticas, tanto interna quanto externa. De maneira geral, os EUA deveriam implementar um programa que reduzisse substancialmente o déficit fiscal, a fim de retornar aos modestos superávits e assim ajudar a corrigir os desequilíbrios da conta corrente. Além disso, o autor sugere uma nova estratégia que reduza o consumo de energia e impulsione a produção doméstica, sem se esquecer da melhoria à assistência aos trabalhadores norte-americanos. Externamente, países localizados na Ásia (em especial a China), na Europa e nos países produtores e exportadores de petróleo deveriam cooperar com os EUA, ajudando, por exemplo, nos ajustes do câmbio, no estímulo à demanda interna, e assim na redução das exportações para os EUA.

Nas circunstâncias atuais, portanto, uma manobra brusca de ajuste levaria a uma redução da produção global, demandando reformas estruturais emergenciais na Europa continental e do leste da Ásia, principalmente no Japão. Além disso, a mudança nas preferências do investidor é associada às quedas nos preços dos ativos e, mais recentemente, pela apreciação do euro e depreciação do dólar. Dessa forma, os estudos contidos no relatório do FMI⁸³ indicam que uma depreciação real iniciada no mercado do dólar e uma apreciação real do câmbio dos países superavitários poderia auxiliar na redução dos desequilíbrios internacionais. Ao mesmo tempo, o processo de ajuste envolveria um reequilíbrio da demanda doméstica nos países superavitários, incluindo o aumento da taxa de poupança privada e a futura consolidação fiscal nos EUA. Além disso, algumas políticas liberalizantes poderiam estimular a realocação de recursos e o comércio internacional, ajudando a minimizar os prejuízos à atividade econômica.

3.3 Considerações finais

Os desequilíbrios internacionais refletem as escolhas políticas dos governos e as forças de mercado. Como foi analisado anteriormente, a economia mundial sofreu em mais de 100 anos diversos momentos de desequilíbrio, nos quais o momento político, a coordenação internacional, o interesse dos atores, as expectativas, e as estratégias políticas eram elementos importantes para a aplicação efetiva e eficiente dos ajustes.

⁸³ FMI (2007).

É provável que para a aplicação das políticas de ajuste dos desequilíbrios atuais, os governos substituirão e/ou intervirão nos setores privados da economia, ao menos no curto prazo. Nesse sentido, a liderança dos EUA em um ambiente de profundas alterações geopolíticas é fundamental para o estímulo à coordenação de políticas multilaterais, com a participação efetiva dos países em desenvolvimento. A redistribuição geográfica de poderes, isto é, a emergência de países do leste asiático, China e Índia, de países produtores de petróleo, localizados principalmente no Oriente Médio, e de alguns países da América Latina, geram implicações políticas uma vez que a base do atual sistema econômico internacional foi definida pelos vitoriosos da II Guerra Mundial. Isto é, além da superação dos desequilíbrios é preciso acomodar os interesses das economias emergentes. Esses novos atores devem, portanto, ter uma maior participação nos fóruns de negociação⁸⁴.

Uma das possíveis alternativas de ajuste dos desequilíbrios atuais seria a coordenação de políticas econômicas e monetárias dos países – desenvolvidos e em desenvolvimento – sob liderança dos EUA. Tal cenário estimularia positivamente a confiança do mercado, correspondendo às expectativas de vantagens políticas e econômicas dos países.

Os EUA e a economia mundial enfrentam um dilema. Um ajuste imediato e o fim dos déficits externos dos EUA seriam extremamente custosos, ou seja, tal ajuste para corrigir os desequilíbrios na conta corrente e os movimentos associados nos preços dos ativos poderia causar sérios prejuízos à economia global, e não apenas à economia norte-americana. A estabilidade da economia mundial depende da disposição de todas as partes. Por outro lado, quanto mais demorado o ajuste, maiores serão os custos.

Os EUA deveriam reduzir seu déficit em conta corrente até alcançar um nível equivalente 3% a 3,5% do PIB, valores que alguns autores⁸⁵ consideram que o financiamento externo ainda é sustentável. O governo norte-americano poderia reduzir a diferença entre a poupança e o investimento para 3% a 4% do PIB, aumentando o nível de poupança nacional – uma redução no investimento poderia enfraquecer tanto o crescimento quanto a produtividade da economia norte-americana. O principal instrumento, nesse sentido, poderia ser uma reforma mudança na posição orçamentária federal, isto é, a saída dos atuais déficits para superávits modestos. Isso necessitará diversas mudanças na política economia dos EUA e de outros países.

⁸⁴ Segundo Fischer (2006), se por um lado os novos atores querem participar na definição das regras do jogo, não está claro, contudo, quais regras eles gostariam de mudar, e se eles gostariam de realizar reformas radicais no sistema internacional. Para fazer isso, eles deverão desenvolver capacidade analítica de formular propostas de mudança, um processo que envolve pesquisa e instituições de pesquisa, e instrumentos efetivos para aplicação dessas políticas.

⁸⁵ Bergsten e Truman (2007)

Paralelamente e aos ajustes na economia norte-americana, os países asiáticos podem valorizar seus câmbios frente ao dólar, reduzindo a taxa de crescimento das exportações. Para sustentar a demanda, os governos podem iniciar uma política fiscal expansionista modesta (centrada em gastos em saúde e educação, por exemplo, na China⁸⁶). Dessa forma, eles poderão sustentar a taxa de crescimento da demanda global mesmo com uma redução na demanda dos EUA.

Os países europeus e o Japão, por sua vez, podem estimular os gastos em investimento, por meio de reformas estruturais e adoção de políticas de investimento mais flexíveis. No caso da Europa, isso significa uma consolidação fiscal dando a confiança necessária para que o banco central europeu reduza as taxas de juros.

Os desequilíbrios internacionais não têm uma causa única e, portanto, não possuem apenas uma solução. Para tanto, é preciso a coordenação de políticas em nível multilateral que maximizem os ajustes, e para que eles tenham início o mais rápido possível e ocorram de maneira gradual.

E foi nesse contexto de elevados acúmulos de reservas internacionais e de grandes desequilíbrios externos que os fundos soberanos de riqueza puderam se expandir e tornar-se instrumentos relevantes para a economia.

⁸⁶ Contudo caso a China opte por aumentar os gastos governamentais, isso significaria a redução nos recursos para os seus fundos soberanos, é provável que isso abra a oportunidade de crescimento dos fundos soberanos localizados no Oriente Médio. Devido às atuais questões de segurança norte-americana – isto é, Afeganistão e Iraque, é difícil prever uma posição dos EUA nesse sentido.

4 A PROLIFERAÇÃO DOS FUNDOS SOBERANOS DE RIQUEZA

A recente proliferação dos fundos soberanos é consequência do rápido crescimento das reservas internacionais dos países em desenvolvimento, impulsionado pelo impacto do aumento dos preços de petróleo – no caso dos países do Oriente Médio, e aumento dos superávits comerciais, aumento dos fluxos de investimento estrangeiro direto e altas taxas de poupança entre países asiáticos. Ao mesmo tempo, a proliferação dos fundos soberanos ocorre em meio aos crescentes desequilíbrios em conta corrente na economia global, que têm sua origem nas taxas de câmbio administradas por alguns países superavitários, especialmente exportadores de petróleo e asiáticos.

A acumulação de reservas para investimento pelos fundos soberanos, contudo, não deve se tornar um fim em si mesmo. Ou seja, os proprietários dos fundos soberanos devem sinalizar ao mercado que não estão utilizando a apreciação cambial como mero instrumento de acumulação de mais ativos estrangeiros para seus fundos soberanos.

Os fundos soberanos são considerados instrumentos de investimento governamental, baseados em ativos estrangeiros e, por vezes, administrados separadamente das reservas oficiais. Os administradores desses fundos têm tolerância ao risco e buscam altos retornos. São criados com o objetivo de alcançar uma variedade de metas macroeconômicas, de interesse do governo que os detêm.

A atual situação financeira permitiu o delineamento dos benefícios em potencial dos fundos soberanos como um instrumento estabilizador. Os problemas nos mercados de crédito desde meados de 2007 reduziram a liquidez em diversos mercados financeiros e aumentou a pressão sobre o capital das instituições financeiras. As injeções de capital dos fundos soberanos em diversas instituições⁸⁷ financeiras de países desenvolvidos foram importantes,

⁸⁷ Alguns exemplos: em 20 de setembro de 2007, o *Mubadala Development Company*, de propriedade do governo de Abu Dhabi, anunciou um acordo para a compra de 7,5% das ações do *Carlyle Group*, uma firma de investimentos dos EUA, por US\$ 1,35 bilhão. Em 26 de novembro de 2007, o *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), o maior fundo soberano do mundo, anunciou um acordo para comprar 4,9% das ações do Citigroup, por US\$ 7,5 bilhões. Em 10 de dezembro de 2007, o UBS AG, um banco suíço, anunciou que o *Government of Singapore Investment Corporation* estaria investindo US\$ 9,75 bilhões, o equivalente a 9% das ações. Além disso, um investidor saudita estaria investindo US\$ 1,77 bilhão na instituição. Em 19 de dezembro de 2007, o Morgan Stanley, um banco de investimentos norte-americano, anunciou que a *China Investment Corporation* investiria US\$ 5 bilhões, o equivalente a 9,9% das participações acionárias. Em 24 de dezembro de 2007, o Merrill Lynch anunciou que duas instituições, a *Singapore's Temasek* e a *Davis Selected Advisors* injetaram US\$ 6,2 bilhões de capital na empresa. A *Temasek* poderia investir US\$ 4,4 bilhões em ações ordinárias da Merrill Lynch, com a opção de comprar ações adicionais equivalentes a US\$600 milhões a partir de março de 2008. Em 15 de janeiro de 2008, o Citibank anunciou que estava recebendo US\$14,5 bilhões. Dentre os investidores havia dois países, Cingapura e Kuwait, e dois investidores privados, o ex-presidente da

pois vieram em um momento crítico em que havia escassez de capital de risco e o mercado estava pessimista. Dessa forma, os fundos soberanos ajudaram a fortalecer o sistema bancário global e criaram confiança no sistema financeiro internacional como um todo.

Tabela 4

Investimento dos Fundos Soberanos em Instituições Bancárias			
março/2007 a abril/2008			
Empresa	Investidor	% Ações	Investimento (US\$ milhões)
Citigroup	<i>Abu Dhabi Investment Authority</i>	4,90%	7500,00
Citigroup	<i>Government of Singapore Investment Corp.</i>	3,70%	6880,00
Citigroup	<i>Kuwait Investment Authority</i>	1,60%	3000,00
Merril Lynch	<i>Kuwait Investment Authority</i>	3,00%	2000,00
Merril Lynch	<i>Korean Investment Corp.</i>	3,00%	2000,00
Merril Lynch	<i>Temasek Holdings</i>	9,40%	4400,00
Morgan Stanley	<i>China Investment Corp.</i>	9,90%	5000,00
Barclays PLC	<i>Temasek Holdings</i>	1,80%	2005,00
Credit Suisse	<i>Qatar Investment Authority</i>	1,00%	603,00
UBS	<i>Government of Singapore Investment Corp.</i>	9,80%	9750,00
UBS	<i>Saudi Arabian Monetary Agency</i>	2,00%	1800,00
Total			44938,00

Fonte: *Sovereign Wealth Fund Institute*, abril de 2008

Segundo o *Sovereign Wealth Fund Institute*, existem 48 fundos soberanos no mundo. Os recursos de 64% desses fundos têm origem no petróleo e seus derivados, os demais (36%) têm origem em outras fontes. Ademais, 46% dos fundos estão em países do Oriente Médio, seguidos pela Ásia com 35% e a Europa com 13%. Juntos, esses fundos totalizam entre US\$ 3,5 a 4 trilhões de ativos, o que é pouco se comparados ao total de ativos mundiais que está em torno de US\$ 50 trilhões. Estimativas indicam que por volta de 2015, esses fundos acumularão cerca de US\$ 10 a 12 trilhões.

Entretanto, o seu crescimento está tornando o Estado em um grupo investidor bastante ativo: em um contexto de décadas de discursos e ações em favor da liberalização comercial e financeira, com redução da intervenção estatal na economia, a proliferação dos fundos soberanos indica a direção contrária. Nesse sentido, a alocação transnacional dos ativos assume importância fundamental na administração dos ativos financeiros de caráter público.

instituição Sanford Weill, e o príncipe saudita Alwaleed bin Talal. No mesmo dia, a Merrill Lynch anunciou que receberia US\$6,6 bilhões de um grupo japonês, o *Mizuho Financial Group Inc.*, do *Kuwait Investment Authority*, e do *Korean Investment Corp.*

Dessa forma, as principais preocupações sobre os fundos soberanos estão focadas (i) em questões de transparência – nas contas externas e internas de um país; nos objetivos de investimento e administração dos fundos; (ii) nos diferentes objetivos dos fundos, e suas interpretações em relação aos riscos e os horizontes de investimento; (iii) no enfoque do retorno e não da liquidez das necessidades do balanço de pagamentos; e (iv) na questão da segurança nacional, isto é, como são administrados por órgãos de governo, os investimentos dos fundos soberanos podem ser usados para fins além da maximização de retornos, privilegiando interesses estratégicos de política externa. Em particular, outras questões ainda permanecem, como por exemplo, o impacto potencial das alocações de ativos dos países e as estratégias de investimento sobre o movimento internacional de capitais e os preços dos ativos.⁸⁸

Essas preocupações poderão ser superadas, principalmente, por meio de discussões multilaterais, pois, diferentemente de atitudes unilaterais, elas permitem a participação no debate de diversos atores, evitando atitudes de caráter protecionista-defensivo.

Apesar de todas as preocupações suscitadas pela proliferação dos fundos soberanos, é possível destacar alguns pontos positivos, por exemplo, eles contribuem para o desenvolvimento econômico de seus países, ajudam a proteger suas economias das volatilidades do mercado de *commodities*, melhoram o perfil dos portfólios de risco controlados pelo governo e podem incrementar as capacidades administrativas, financeira e fiscal. Nos países receptores, os fundos soberanos podem também trazer benefícios geralmente associados com o investimento estrangeiro, como por exemplo, estimulando os negócios e criando empregos.

Dessa forma, faz-se necessário entender, sob um ponto de vista mais geral a história, os objetivos, a dimensão, o ritmo de crescimento e as implicações sistêmicas dos fundos soberanos de riqueza. Tal entendimento, juntamente com um conjunto de princípios políticos tanto para esses fundos como para os países receptores desses investimentos, poderia ajudar a preservar a abertura ao capital estrangeiro e promover a estabilidade financeira por todo o mundo. O objetivo deste Capítulo, portanto, é definir os fundos soberanos e tentar compreender o seu papel frente às mudanças e à crise do sistema financeiro internacional.

O Capítulo está organizado em três partes. A primeira parte define os fundos soberanos de riqueza, analisando a sua dimensão e seu papel no contexto econômico internacional contemporâneo e os desafios e limites (jurídicos e políticos) impostos à regulação dos

⁸⁸ FMI (2007)

investimentos em âmbito internacional e a iniciativa multilateral. A segunda parte aborda algumas das implicações políticas desse novo instrumento financeiro. Finalmente, a terceira parte apresenta as considerações finais.

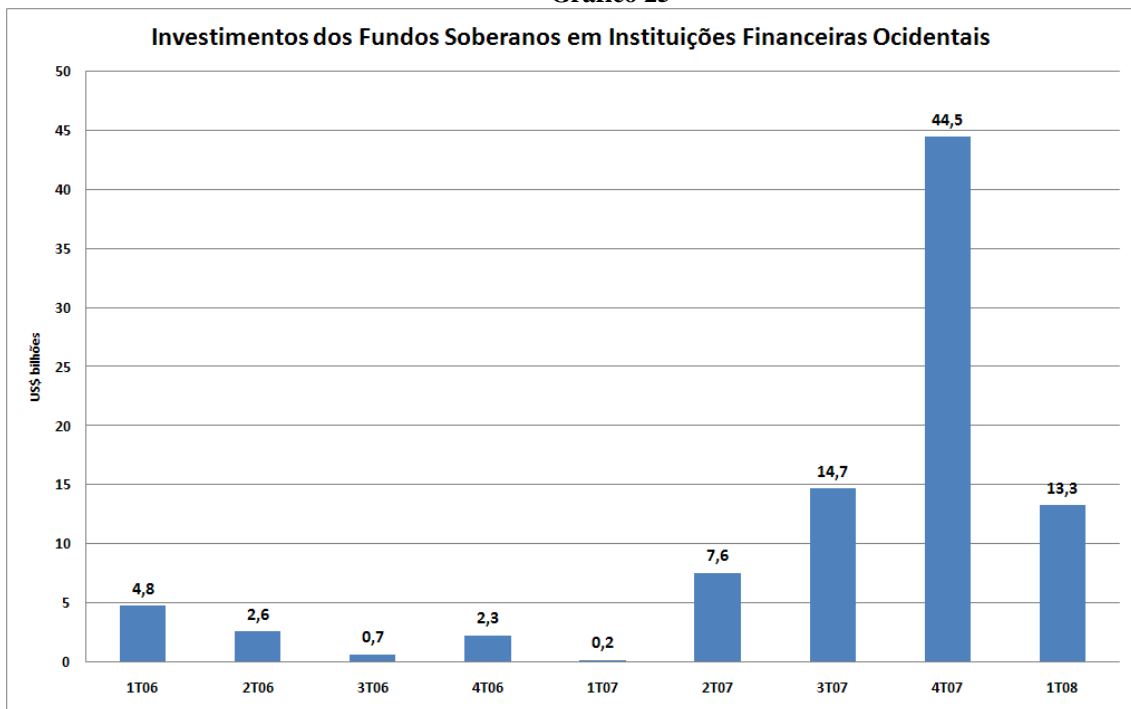
4.1 Os fundos soberanos de riqueza

Apesar de os fundos soberanos não corresponderem a um fenômeno recente⁸⁹, a atual proliferação de suas atividades, que expõem tensões nas relações econômicas e financeiras internacionais, vem atraindo as atenções de muitos especialistas de órgãos governamentais, multilaterais e privados⁹⁰. Duas forças direcionaram o interesse em fundos soberanos na segunda metade de 2007: (i) o surgimento de novos fundos; e (ii) grandes aquisições por parte dos fundos existentes, devido às perdas das instituições financeiras ocidentais, geradas pela turbulência financeira.

⁸⁹ A origem dos fundos soberanos remonta a década de 1950, quando alguns dos maiores países exportadores de *commodities*, particularmente, de petróleo, estavam buscando alternativas para investir os recursos com origem nos ativos cambiais. Enquanto eles existiram por mais de 50 anos, na última década eles se expandiram e se tornaram fonte de investimento de importância sistêmica. O primeiro fundo soberano da história é do Kuwait, o *Kuwait Investment Authority*, criado em 1953. Há ainda autores, como por exemplo, Hildebrand (2008), que afirmam que os fundos soberanos têm origem ainda mais remota, no início do século XIX, na França, com a criação do *Caisse des Dépôts et Consignations*, que foi criado em 1816 com o objetivo de restaurar as finanças do Estado francês depois do Primeiro Império e teve um importante papel nos projetos de modernização do país, fornecendo empréstimos para a habitação, financiando projetos de infra-estrutura, entre outros.

⁹⁰ Ver, por exemplo, Truman e Wong (2006), Truman (2007a), Truman (2007b), Jen (2007), e Truman (2008).

Gráfico 25



Fonte: Morgan Stanley e CRS Report for Congress (EUA)

Durante a segunda metade de 2007, os fundos soberanos asiáticos e do Oriente Médio, alimentados por reservas acumuladas, investiram largas somas de capital nos EUA e em outros países desenvolvidos, o que pode ser observado no Gráfico 25. Esses investimentos foram direcionados particularmente para instituições financeiras. Os fundos soberanos investiram 37,9 bilhões de dólares nos EUA em instituições financeiras em 2007, o que equivale a 63% de sua atividade total⁹¹.

Dessa forma, os fundos soberanos mostraram-se benéficos aos mercados globais, uma vez que costumam ser geridos sob uma perspectiva de investimento de longo prazo, superando assim, os ciclos de negócios. Ou seja, esses fundos, de certa maneira, tornaram-se responsáveis pelo aumento da diversidade dos mercados globais, tendo aparentes efeitos positivos, particularmente durante períodos de distúrbios financeiros e *stress* macroeconômico.

⁹¹ Weiss (2008)

4.1.1 Dimensão dos fundos soberanos

Ao final de 2007 e início de 2008, particularmente à medida que os preços do petróleo e de outras *commodities* estavam em ascensão, houve uma proliferação de fundos soberanos. De acordo com as estimativas realizadas pela Morgan Stanley em setembro de 2007, o maior fundo soberano era o *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), que controlava aproximadamente US\$ 875 bilhões em ativos. No início de 2008, a estimativa do total de ativos controlados pelos fundos soberanos alcançava US\$ 3 trilhões, ultrapassando o valor de US\$ 1,5 trilhão em ativos administrados pelos fundos de hedge, mas é muito pouco se comparado ao total de ativos mundiais denominados em dólar (US\$ 53 trilhões).⁹²

Tabela 5

Fundos Soberanos e Estoques de Riqueza Mundiais (US\$ trilhões)							
	PIB	Capitalização no mercado de ações	Títulos de dívida			Ativos bancários	Ações, títulos de dívidas e ativos bancários
			Público	Privado	Total		
Mundo	48,2	50,8	25,6	43,1	68,7	70,9	190,4
América do Norte	14,5	21,3	6,9	21,1	28	12,1	61,4
Japão	4,4	4,8	6,8	2	8,8	6,4	20
União Européia	13,6	13,1	7,7	15,5	23,2	36,6	72,9
Países em Desenvolvimento (mercados emergentes)	14,1	11,7	3,9	2,2	6,1	11,3	29,1
Fundos Soberanos							3,5 a 4,0

Fonte: FMI, *Global Financial Stability Report*, 2007

Contudo, o valor total dos ativos dos fundos soberanos sofreu uma queda devido à redução dos preços do petróleo em meados de 2008. Setser e Ziemba (2009) estimam que os fundos soberanos e as reservas cambiais do Conselho de Cooperação do Golfo (GCC, do inglês *Gulf Cooperation Council*)⁹³ perdeu 27% do valor de seus ativos, ou o equivalente a US\$ 350 bilhões em 2008. O trabalho, contudo, faz referência apenas à região do Golfo

⁹² Teslik (2009), disponível em http://www.cfr.org/publication/15251/sovereign_wealth_funds.html

⁹³ O Conselho de Cooperação do Golfo (ou Conselho de Cooperação dos Estados Árabes do Golfo Pérsico) foi estabelecido em 25 de maio de 1981, na Arábia Saudita, composto por seis Estados do Golfo Pérsico: Omã, Emirados Árabes Unidos, Arábia Saudita, Qatar, Bahrein e Kuwait. É um acordo regional comercial dotado de um conselho de defesa.

Pérsico, mas indica que outros países, como por exemplo, a Rússia e a Noruega, também tiveram perdas significativas em seus fundos. Entretanto, durante esse período os ativos de outros arranjos de investimento, incluindo os fundos de hedge, também sofreram perdas.

A rápida elevação nos preços da maioria das *commodities* entre 2000 e 2008 permitiu que os países exportadores atingissem superávits expressivos na balança comercial, permitindo que eles buscassem novas formas de diversificar sua riqueza. Por exemplo, a elevação do preço do barril de petróleo de US\$ 10 em meados dos anos 1990 para US\$ 147 em 2008, fez com que os países produtores de petróleo detivessem 2/3 do total de riqueza dos fundos soberanos^{94 95}.

Durante os anos 2000, a queda do dólar também foi um incentivo importante para os exportadores. Em relação aos países exportadores de petróleo, o aumento dos preços do petróleo teve impacto direto sobre o tamanho das reservas. Mas outros exportadores acumularam reservas em dólar por outras razões. China e outros países do leste asiático, por exemplo, tiveram um aumento nas exportações devido às taxas cambiais. As taxas cambiais desvalorizadas permitiram que os países construíssem uma grande reserva de dólares – que foi diversificada, em parte, por meio dos fundos soberanos. Se por um lado a queda dos preços do petróleo teve impacto negativo significativo sobre os fundos soberanos financiados com esses recursos, por outro, ainda não está claro se os fundos soberanos da China e de outros países do leste asiático também serão afetados devido à mudança na administração de suas taxas cambiais.

4.1.2 Definição dos fundos soberanos

De maneira geral, os fundos soberanos são considerados instrumentos de investimento governamental, baseados em ativos estrangeiros e, por vezes, administrados separadamente das reservas oficiais. Os administradores desses fundos têm tolerância ao risco e buscam altos retornos. São criados com o objetivo de alcançar uma variedade de metas macroeconômicas, de interesse do governo que os detêm.

⁹⁴ Economist (2007)

⁹⁵ Setser e Ziemba (2007) afirmam que se o preço do petróleo se mantivessem em torno de US\$ 90 o barril, os maiores fundos soberanos localizados no Golfo Pérsico conseguiriam se sustentar de forma adequada. Contudo, essa tendência foi revertida ao final de 2008 e início de 2009, quando os preços do petróleo sofreram uma queda, alcançando US\$ 40 o barril. Com o preço do barril de petróleo a US\$ 50, os fundos soberanos provavelmente não irão se expandir, e caso haja uma queda ainda mais acentuada, os fundos serão forçados a vender seus ativos.

Existem, ainda, além dos fundos soberanos de riqueza, outros tipos de investimentos soberanos. É o caso, por exemplo, dos fundos de pensão e das empresas estatais⁹⁶. As reservas internacionais, muitas vezes, são consideradas um tipo de investimento soberano.

Os fundos de pensão são instrumentos de investimento que têm por objetivo garantir que o governo cumpra suas obrigações perante os cidadãos. Esses fundos diferem dos fundos soberanos por serem denominados em moeda nacional, geralmente com baixa exposição aos ativos internacionais. Contudo, espera-se que os fundos de pensão passem a investir cada vez mais em ativos estrangeiros – devido à liquidez internacional – e, em alguns casos, inclusive, usando os fundos soberanos nacionais para administrar seus ativos. E as empresas estatais são companhias em que o Estado exerce controle total ou parcial considerável. As empresas podem elas próprias buscar investimento externo, seja no mercado financeiro internacional, ou outro local.

Contudo, ainda não há uma definição universal a respeito dos fundos soberanos. O Tesouro norte-americano, por exemplo, define os fundos como um instrumento de investimento governamental o qual é baseado em ativos estrangeiros e que administra esses ativos separadamente das reservas oficiais da autoridade monetária (Banco Central e Ministério da Fazenda).

A Comissão das Comunidades Européias define os fundos soberanos de forma semelhante, afirmando que eles podem ser uma fonte de investimento e liquidez em momentos de pressões econômicas e financeiras. Além disso, a Comissão aponta para outro benefício potencial associado aos fundos soberanos, relacionado ao papel do euro na economia internacional. Devido à característica de inovação e diversificação, os investimentos dos fundos soberanos podem elevar o papel internacional do euro no médio prazo. Em outras palavras, no caso das reservas internacionais, o objetivo é acumular ativos líquidos e seguros denominados em uma moeda com baixos custos de conversão – o que tende a favorecer o dólar norte-americano. No caso dos fundos soberanos, estes têm mais liberdade em escolher seus investimentos, isso significa uma participação maior de ativos denominados em euro, diferentemente do que ocorre com as reservas internacionais.

Outros observadores dão uma definição mais detalhada. Stephen Jen (2007a), analista da Morgan Stanley, por exemplo, vai além da definição do Tesouro norte-americano. De acordo com Jen, existem cinco características que identificam os fundos soberanos: são (1) entidades governamentais com (2) grande exposição à moeda estrangeira, (3) sem

⁹⁶ Kimmit (2008)

responsabilidades explícitas, com (4) tolerância a altos riscos e (5) investimentos de longo prazo.

O Fundo Monetário Internacional, por sua vez, divide os fundos soberanos em três categorias, baseado nos seus objetivos estratégicos: fundos de estabilização, fundos de poupança, e corporações de investimento de reserva. Na prática, muitos fundos combinam os elementos dessas categorias.

A principal preocupação dos fundos de estabilização está relacionada à volatilidade internacional dos preços de mercado⁹⁷, geralmente estão associados às economias produtoras e exportadoras de *commodities*. É o caso, por exemplo, dos fundos soberanos de propriedade do Chile, do México e da Rússia. Para evitar essa volatilidade, muitos países estabeleceram fundos para esterilizar os fluxos de capitais e estabilizar as receitas fiscais. Os fundos de estabilização servem mais para questões imediatas e, dessa forma, tendem a ser mais conservadores nas suas decisões de investimento, preferindo investimentos em renda fixa.

Os fundos de poupança têm por objetivo garantir recursos para as gerações futuras. Para países ricos em recursos naturais, esses fundos convertem os recursos naturais não-renováveis em um portfólio diversificado de ativos financeiros internacionais, garantindo assim, seus objetivos de longo prazo. Dessa forma, investem em uma ampla gama de ativos, incluindo bônus e derivativos, bem como outras formas de investimento, tais como bens imóveis, fundos de hedge, ações e *commodities*. São exemplos de fundos soberanos, os de propriedade da Líbia e do Kuwait.

Finalmente, as corporações de investimento de reserva são fundos estabelecidos com o objetivo de reduzir os custos de oportunidade de se manter excesso de reservas internacionais ou de estimular políticas de investimento com altos retornos. Adaptam-se às estratégias mais agressivas de investimento. Esses fundos buscam altos retornos e usam alavancagem (dívida) em seus investimentos. Historicamente, eles tendem a ser mais reservados do que outros fundos soberanos. É o caso, por exemplo, de fundos soberanos de Cingapura (GIC) e da Coreia do Sul.

Ressalta-se que é fundamental que os objetivos estejam claramente definidos e explícitos. A clareza do objetivo de uma determinada política garantirá que a administração operacional do fundo soberano será conduzida de forma profissional, ou seja, os fundos soberanos realizarão investimentos sem qualquer intenção ou obrigação de cumprir, direta ou indiretamente, qualquer agenda geopolítica do governo. A divulgação pública, isto é, a

⁹⁷ Algumas *commodities* enfrentam flutuações médias de preços de 20 a 25% ao ano.

transparência, dos objetivos dos fundos soberanos possibilita uma maior compreensão e controle desses objetivos.

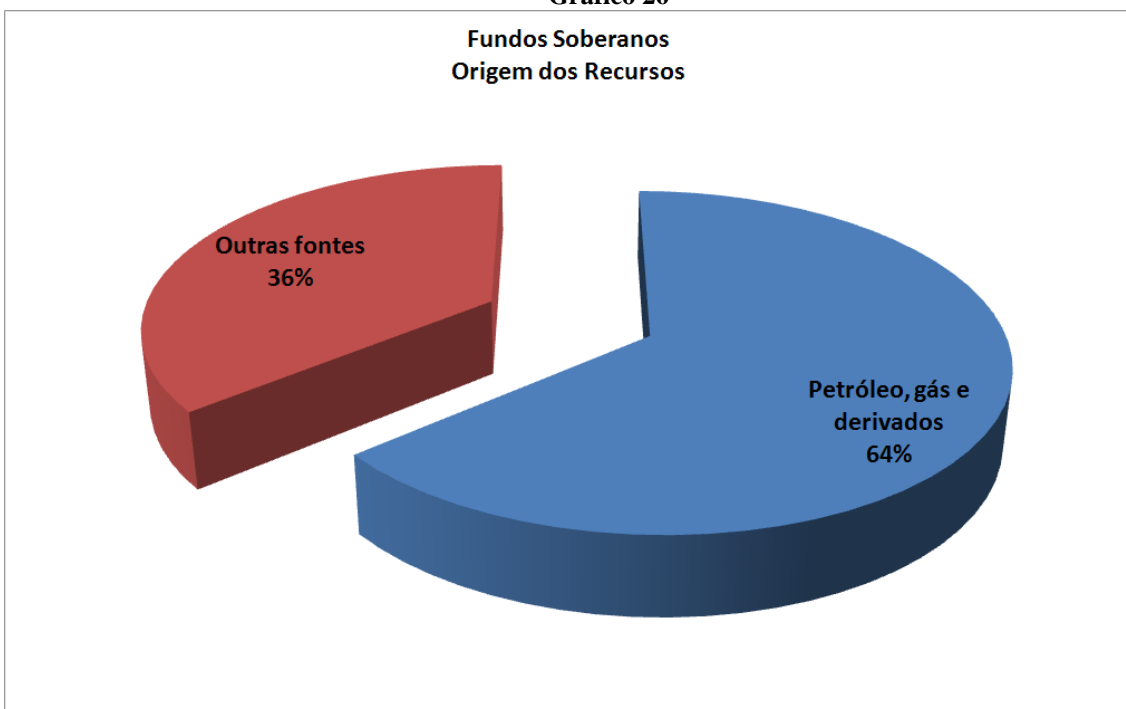
Além disso, podem-se dividir os fundos soberanos em duas categorias, de acordo com a fonte dos ativos estrangeiros. Os fundos soberanos de *commodities* são financiados com a receita de exportações de bens primários. Esses fundos servem a diferentes objetivos, incluindo a estabilização da receita fiscal, o estímulo à poupança ou a esterilização do balanço de pagamentos. Devido os aumentos nos preços de *commodities*, muitos fundos que, inicialmente se estabeleceram por motivos de estabilização fiscal ou para esterilização do balanço de pagamentos evoluíram para o acúmulo de poupança.

Os fundos soberanos de não-*commodities*, por sua vez, são estabelecidos por meio de transferências de ativos das reservas internacionais oficiais. Grandes superávits do balanço de pagamentos permitiram a transferência do excesso de reservas internacionais para fundos de investimento independentes, que podem ser administrados com altos retornos. Esses fundos geralmente surgem de uma intervenção na taxa de câmbio envolvendo um aumento de liquidez doméstica, que deve ser absorvida pela emissão de dívida interna, a fim de evitar pressões inflacionárias. O retorno líquido depende da diferença entre o ganho de rendimento em investimentos e o rendimento pago pela dívida doméstica. Os ativos desse tipo de fundo, podem ser entendidos mais como dinheiro emprestado do que riqueza em termos tradicionais.

Existem, portanto, diferenças substanciais entre os fundos soberanos. Dessa forma, é difícil classificar os fundos apenas pela identificação de suas estratégias de investimento, pois cada um tem características específicas na condução de seus objetivos. Apesar das diferentes interpretações sobre os fundos soberanos, o ponto em comum é que tanto as oportunidades quanto as preocupações de transparência, objetivos políticos e macroeconômicos e responsabilidade serão potencializadas à medida que projeções de crescimento em tamanho e em número [indicar números] se concretizem nos próximos anos.

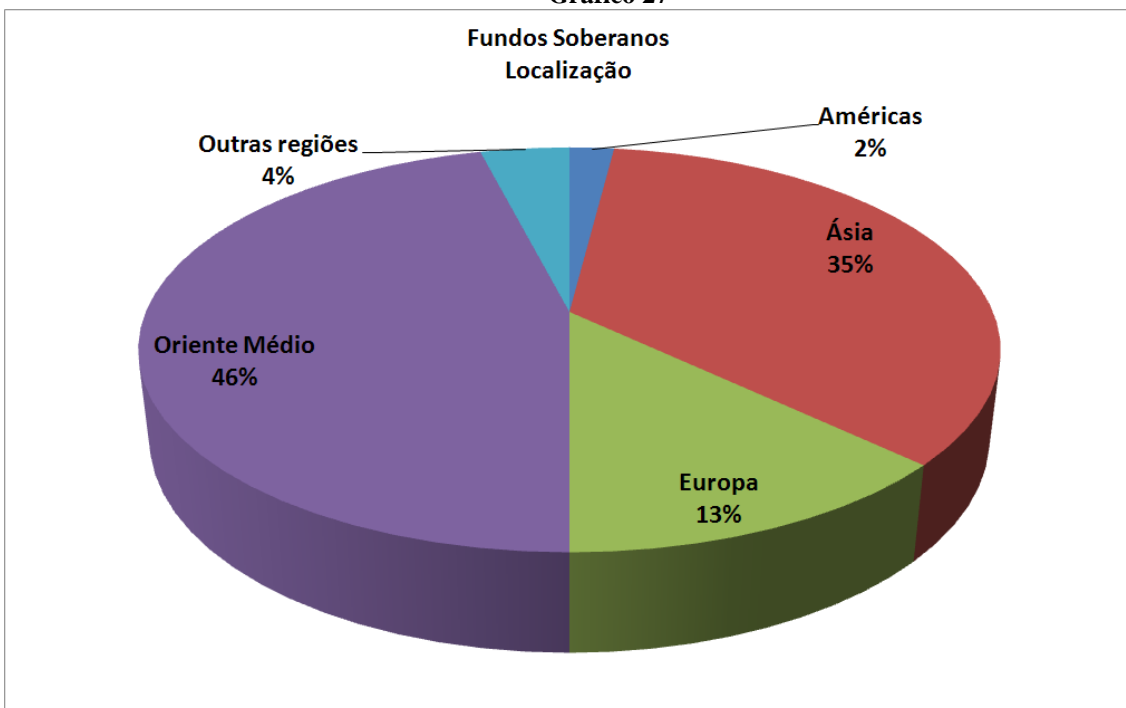
Segundo o *Sovereign Wealth Fund Institute*, existem 48 fundos soberanos no mundo. Os recursos de 64% desses fundos têm origem no petróleo e seus derivados, os demais (36%) têm origem em outras fontes. Ademais, 46% dos fundos estão em países do Oriente Médio, seguidos pela Ásia com 35% e a Europa com 13%.

Gráfico 26

Fundos Soberanos
Origem dos Recursos

Fonte: *Sovereign Wealth Fund Institute*

Gráfico 27

Fundos Soberanos
Localização

Fonte: *Sovereign Wealth Fund Institute*

A seguir, uma lista⁹⁸ dos 20 maiores fundos soberanos produzida pelo *Sovereign Wealth Fund Institute*:

⁹⁸ A lista completa encontra-se no ANEXO A

Tabela 6

País	Fundo Soberano	Ativos (US\$ bilhões)	Ano de criação	Origem dos recursos
Emirados Árabes Unidos - Abu Dhabi	<i>Abu Dhabi Investment Authority</i>	875,00	1976	Petróleo
Arábia Saudita	<i>SAMA Foreign Holdings</i>	433,00	n/a	Petróleo
Cingapura	<i>Government of Singapore Investment Corporation</i>	330,00	1981	Não-commodity
China *	<i>SAFE Investment Company</i>	311,60	1997	Não-commodity
Noruega	<i>Government Pension Fund – Global</i>	301,00	1990	Petróleo
Kuwait	<i>Kuwait Investment Authority</i>	264,40	1953	Petróleo
Rússia**	<i>National Welfare Fund</i>	225,10	2008	Petróleo
China	<i>China Investment Corporation</i>	200,00	2007	Não-commodity
China - Hong Kong	<i>Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio</i>	173,00	1998	Não-commodity
Cingapura	<i>Temasek Holdings</i>	134,00	1974	Não-commodity
Emirados Árabes Unidos - Dubai	<i>Investment Corporation of Dubai</i>	82,00	2006	Petróleo
China	<i>National Social Security Fund</i>	74,00	2000	Não-commodity
Qatar	<i>Qatar Investment Authority</i>	60,00	2003	Petróleo
Líbia	<i>Libyan Investment Authority</i>	50,00	2006	Petróleo
Argélia	<i>Revenue Regulation Fund</i>	47,00	2000	Petróleo
Austrália	<i>Australian Future Fund</i>	43,80	2004	Não-commodity
Casaquistão	<i>Kazakhstan National Fund</i>	38,00	2000	Petróleo
Brunei	<i>Brunei Investment Agency</i>	30,00	1983	Petróleo
Coréia do Sul	<i>Korea Investment Corporation</i>	30,00	2005	Não-commodity
EUA - Alasca	<i>Alaska Permanent Fund</i>	29,00	1976	Petróleo
TOTAL		3.730,90		

* Valores estimados

**Inclui o fundo de estabilização do petróleo

Fonte: *Sovereign Wealth Fund Institute*

4.1.3 Estrutura legal

Uma estrutura legal confiável dos fundos soberanos está fundamentada em uma estrutura institucional e de governança robusta, com responsabilidades bem definidas, não só dos fundos soberanos mas também de demais entidades governamentais relacionadas. Essa estrutura facilita a formulação e implementação de objetivos e políticas de investimento

apropriadas, e é necessária para que um fundo soberano atinja efetivamente seus objetivos. De maneira geral, a estrutura legal de um fundo soberano tem três características principais.

Um fundo soberano pode ser estabelecido como uma identidade legal separada, com total capacidade de agir e ser governada por uma lei constitutiva específica (é o caso, por exemplo, dos fundos soberanos da Coreia do Sul, dos Emirados Árabes Unidos – Abu Dhabi, do Kuwait, e do Qatar). Além disso, ele pode ter a forma legal de uma corporação estatal, como é o caso do *Temasek and Government of Singapore Investment Corporation* (GIC - Cingapura), e do *China Investment Corporation* (CIC - China). Apesar de essas corporações serem tipicamente governadas pela lei geral das companhias, outras leis específicas aos fundos soberanos podem ser aplicáveis. Finalmente, um fundo soberano pode ser constituído por uma associação de ativos sem separação da identidade legal. A associação é de propriedade do Estado ou do banco central, como ocorre em Botsuana, Canadá, Chile e Noruega. Nesses casos, a legislação determina normas específicas que regulam a associação.

Ademais, à medida que os fundos soberanos crescem em tamanho e em quantidade, aumentam também a atenção e as preocupações da opinião pública doméstica e internacional quanto aos desafios institucionais e operacionais dos fundos. O FMI destaca três desafios: (i) a definição de objetivos e ajuste e implementação da alocação dos ativos soberanos; (ii) os arranjos institucionais; e (iii) arranjos de responsabilidade.

A definição da alocação dos ativos soberanos dentro de uma política de investimento é componente operacional crítico para os fundos de investimento públicos, e à medida que novos desenvolvimentos vão surgindo, pode ser necessária a reavaliação dos objetivos e restrições pré-existentes, que podem alterar a interpretação de tolerância ao risco. Os arranjos institucionais, por sua vez, refletem os arranjos de compartilhamento de riscos entre o governo e os fundos soberanos, ou o banco central, e estabelecendo responsabilidade pelas decisões de investimento e seus resultados. E, os arranjos de responsabilidade (*accountability*) incluem deveres fiduciários aos cidadãos, a fundação legal, e a estrutura interna de governança. Na prática, a divulgação pública de informações dos fundos soberanos varia significativamente em termos da natureza da informação e sua oportunidade, permitindo uma maior ou menor exposição pública dos ativos soberanos⁹⁹.

⁹⁹ Segundo o FMI (2007), existem na organização inúmeras iniciativas voluntárias de transparência que são relevantes aos fundos soberanos. Dentre elas podem-se citar, as iniciativas do FMI: *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, *Balance of Payments* e *International Investment Position Data*, bem como a *Coordinated Portfolio Investment Survey*, *Code of Good Practices on Fiscal Transparency*, e *Guide on Resource Revenue Transparency*.

4.1.4 Investimento

O final de 2007 e início de 2008 foi um período em que algumas das maiores instituições financeiras do mundo necessitavam de capital adicional para contornar os primeiros sinais da crise financeira atual. Tal demanda de capital foi suprida pelos fundos soberanos, o que os deixou em posição de destaque na mídia, nos países receptores desses capitais e nas organizações internacionais.

Devido à falta de dados consolidados e informações mais aprofundadas ainda é prematuro tirar conclusões definitiva a respeito dos fundos soberanos. Além disso, ainda é preciso entender as políticas de investimento e as práticas de administração de riscos dos fundos. Contudo, dados os horizontes de investimento de longo prazo e as necessidades limitadas de liquidez, os fundos soberanos podem ter um papel de absorver os choques, ao menos em relação à volatilidade de curto prazo dos mercados¹⁰⁰.

4.1.4.1 Fundos soberanos como investidores

Existe uma série de fatores que favorecem o papel dos fundos soberanos de instrumento compensatório em períodos de turbulência nos mercados. O FMI (2008)¹⁰¹, por exemplo, cita quatro fatores. Primeiramente, a maioria dos fundos soberanos possui um horizonte de investimento de longo prazo e necessidades de liquidez limitadas (com exceção dos fundos de estabilização), pois geralmente, eles são estabelecidos com o objetivo de alcançar metas macroeconômicas de longo prazo. Em segundo lugar, muitos fundos soberanos buscam alcançar retornos reais de longo prazo, e aceitam a volatilidade de curto prazo na expectativa de alcançar retornos de longo prazo maiores, aliados aos benefícios de uma estratégia mais flexível de alocação de ativos. Terceiro, em comparação com outros investidores institucionais, os fundos soberanos fundamentam-se em financiamentos estáveis e não necessitam de adequação de capital ou necessidades de regulação prudencial.

¹⁰⁰ FMI (2008) e Commission ff the European Communities (2008)

¹⁰¹ FMI (2008)

Finalmente, a crise financeira atual pode ter aberto caminho para que os fundos soberanos se posicionassem de maneira significativa no setor financeiro global.

Além disso, destacam-se algumas características de investimentos realizados pelos fundos soberanos. Esses investimentos, apesar de serem significativos em termos de valores, não alcançam o controle majoritário das ações das empresas. Geralmente, são negociados de forma privada e não são executados nos mercados públicos. Os investimentos constituem títulos conversíveis, isto é, títulos de alto rendimento que podem ser convertidos em ações no futuro. É cada vez mais comum alguns fundos soberanos ampliarem o conjunto de classes de ativos, incluindo *private equity*, de forma a implementar seus investimentos de longo prazo e decisões estratégicas de alocação de ativos.¹⁰²

Na maioria dos casos, depois dos anúncios de injeção de novo capital nas instituições financeiras, os impactos nos preços de suas ações eram positivos, uma vez que houve diminuição da volatilidade dos preços das ações, o que poderia comprovar a interpretação de que os fundos soberanos podem ter impacto de reduzir a volatilidade dos mercados. Contudo, as conseqüências de longo prazo e o papel de estabilizador em potencial dos fundos soberanos como os maiores investidores institucionais ainda vai necessitar de uma análise de dados mais ampla e profunda.

4.1.4.2 Regulação dos investimentos em âmbito internacional

Antes mesmo da iniciativa dos EUA, do FMI, do Banco Mundial, da OCDE e de alguns dos maiores países detentores de fundos soberanos criarem o *International Working Group of Sovereign wealth Funds* (IWG), algumas organizações internacionais já possuíam acordos gerais de investimento internacional, cujos princípios poderão e deverão ser seguidos pelos fundos soberanos e pelos países receptores de recursos advindos desses fundos. De maneira geral, essas organizações seguem princípios semelhantes, tais como a não-discriminação; a transparência; a liberalização progressiva; o *standstill*; e a liberalização unilateral.

¹⁰² FMI (2008)

Em relação ao princípio da não-discriminação, em situações similares, o tratamento dado aos investidores estrangeiros deve ser igual ao dos investidores domésticos. Quanto ao princípio da transparência, as informações a respeito de eventuais restrições ao investimento estrangeiro devem ser amplamente divulgadas e de fácil acesso. Quanto à liberalização progressiva, os países se comprometem a eliminar de forma gradual as restrições aos movimentos de capitais. O princípio do *standstill* está relacionado ao compromisso dos países em não introduzir nenhuma nova restrição. Finalmente, a liberalização unilateral está relacionada ao país permitir que os demais países se beneficiem das medidas de liberalização tomadas sem qualquer exigência de contrapartida ou reciprocidade.

A OCDE, por exemplo, possui uma série de acordos¹⁰³ que procuram regular os fluxos de investimento entre os países. Eles possuem procedimentos para notificação e mecanismos de supervisão multilateral para garantir as melhores práticas de investimento.

Além disso, os instrumentos de investimento da OCDE reconhecem o direito que os países membros têm de tomar as ações que considerarem necessárias para proteger sua segurança nacional¹⁰⁴. Quando os objetivos de investimentos dos fundos soberanos não são claramente definidos, pode haver preocupações por parte dos países receptores quanto à incerteza a respeito das motivações por trás desses investimentos. Tais motivações podem ser políticas, visando a alguma estratégia de política externa que ameace a segurança nacional do país receptor.

A OMC por sua vez, possui o Acordo Geral sobre Comércio de Serviços (GATS, do inglês *General Agreement on Trade in Services*)¹⁰⁵ que, de certa forma, cobre os investimentos realizados pelos fundos soberanos. Para os países receptores de investimentos dos fundos soberanos, as preocupações são voltadas para as aquisições nas participações de empresas em áreas consideradas sensíveis, tais como comunicação, mídia, energia, serviços financeiros e de distribuição, o que recai, basicamente no setor de serviços. O GATS já contém uma estrutura que regula o investimento estrangeiro direto em serviços e poderia ajudar na regulação desse processo.¹⁰⁶

¹⁰³ *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements* (1961), e *OECD Declaration on International Investment and Multinational Enterprises* (1976 e revisto em 2000).

¹⁰⁴ Artigo 3 do *Public Order and Security of the OECD Codes of Liberalisation of Capital Movements and Current Invisible Transactions*.

¹⁰⁵ Sob o GATS os países negociariam cronogramas de compromisso, que são de fato promessas legais vinculantes que permitam o investimento estrangeiro em setores específicos sujeitos a condições específicas.

¹⁰⁶ Mattoo e Subramanian (2008)

Além disso, o Artigo XVII do GATT (Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio, ou *General Agreement on Tariffs and Trade*) determina regras que garantam que as empresas de propriedade do Estado não distorçam o padrão do comércio internacional de bens. Essas regras obrigam um país proprietário de uma empresa estatal a garantir que suas atividades sejam de acordo com as regras comerciais multilaterais, e respeite os princípios da não discriminação e da transparência.

A OMC ainda possui o Acordo sobre Compras Governamentais (GPA, do inglês *Government Procurement Agreement*) que foi uma resposta à preocupação de que as aquisições estatais pudessem ter fins protecionistas. Além da obrigação básica de não-discriminação o GPA exige um alto nível de transparência em relação a aquisições específicas e limites do escopo para departamentos discricionários de consideração comercial. Essas regras podem servir de base para regras específicas de investimentos feitos pelos fundos soberanos.

Se esses Acordos ainda não forem suficientes, a OMC possui ainda o Órgão de Solução de Controvérsias (OSC). Considere-se uma situação hipotética¹⁰⁷ em que um membro da OMC percebe que o investimento de um fundo soberano é inconsistente com suas obrigações. Ao invés de tomar uma ação unilateral baseada em seu próprio julgamento – ações que podem provocar atitudes retaliatórias – o membro poderia recorrer ao OSC. Esse mecanismo poderia oferecer uma consulta institucionalizada e, quando necessário, uma acessória imparcial em conformidade com as condições mutuamente acordadas. As regras multilaterais dos fundos soberanos necessitariam de um aspecto duplo: segurança no acesso aos investidores e uma série de condições que os fundos soberanos deveriam satisfazer para se beneficiar do acesso.¹⁰⁸

Fica evidente que uma aproximação internacional e multilateral é fundamental para a superação das diversas preocupações levantadas pela proliferação dos fundos soberanos nos últimos anos e é uma forma de combater iniciativas unilaterais de caráter protecionista. Com o apoio das diversas organizações internacionais e de especialistas na área será possível criar um conjunto de princípios ou regras práticas que regulem as atividades desses fundos. Ressalta-se contudo, que a simples criação dessas regras não é suficiente, é preciso que haja mecanismos políticos e, principalmente, legais que garantam a implementação, a efetividade e

¹⁰⁷ Até hoje apenas três casos de investimento foram levados ao OSC, ambos do setor automotivo e ambas com o Brasil como demandado: DS51 (Japão), DS52 (EUA) e DS65(EUA).

¹⁰⁸ Mattoo e Subramanian (2008)

o *enforcement* dessas regras, para tanto, elas devem ser acordadas internacionalmente e ratificadas internamente por cada um dos Estados detentores de fundos soberanos.

4.1.4.3 Iniciativa multilateral: International Working Group of Sovereign Wealth Funds

Recentemente, 26 países detentores de fundos soberanos (ver Tabela 4), juntamente com o FMI, o Banco Mundial e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), reuniram-se em uma organização, o *International Working Group of Sovereign wealth Funds* (IWG)¹⁰⁹, que frente aos desafios e às preocupações do mercado financeiro internacional em relação aos fundos soberanos, estabeleceram as práticas e princípios gerais dos fundos por meio de um documento oficial, denominado de “Princípios de Santiago” ou GAPP (do inglês, *Generally Accepted Principles and Practices*)¹¹⁰. Os fundos soberanos desses países detêm cerca de 3 trilhões de dólares em ativos.

Tabela 7

País-Membro	Fundo Soberano	Ativos (US\$ bilhões)	Ano de criação	Origem dos recursos
Austrália	<i>The Future Fund</i>	43,80	2004	Não-commodity
Azerbaijão	<i>State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan</i>	10,20	1999	Petróleo
Botswana	<i>Pula Fund</i>	6,90	1966	Diamantes e

¹⁰⁹ Organização internacional estabelecida em maio de 2008, que conta com o apoio do FMI. Atualmente é composta por 26 países membros, detentores de fundos soberanos: Austrália, Azerbaijão, Bahrain, Botswana, Canadá, Chile, China, Guiné Equatorial, Irã, Irlanda, Coreia do Sul, Kuwait, Líbia, México, Nova Zelândia, Noruega, Qatar, Rússia, Cingapura, Timor Leste, Trinidad e Tobago, Emirados Árabes Unidos e Estados Unidos. Observadores permanentes: Omã, Arábia Saudita, Vietnã, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e Banco Mundial.

¹¹⁰ *Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices* (GAPP): “*Santiago Principles*”, lançado em 11/10/2008, ou seja, em menos de seis meses depois da primeira reunião do grupo, o que demonstra a vontade política dos países membros em alcançar um documento comum. O objetivo do GAPP é identificar uma estrutura de princípios e práticas gerais que refletem, de maneira apropriada, os arranjos de governança e responsabilidade, bem como a condição prudente e confiável das práticas de investimento dos fundos soberanos. Esse entendimento tem por objetivo contribuir com a estabilidade do sistema financeiro internacional, reduzindo as pressões protecionistas e ajudando a manter um clima de investimento aberto e estável. O documento cobre práticas e princípios em três áreas: (i) estrutura legal, objetivos e coordenação com as políticas macroeconômicas; (ii) estruturas institucional e de governança; e (iii) investimento e administração de riscos. Além disso, o GAPP é um conjunto voluntário de princípios e práticas aprovado pelos membros do IWG que ou já foram ou irão ser implementados. Dessa forma, o GAPP também poderá ajudar os fundos soberanos recém estabelecidos a desenvolver, revisar e fortalecer sua organização, política e práticas de investimento. O GAPP apresenta práticas e princípios gerais que são potencialmente alcançáveis pelos países, independentemente do nível de desenvolvimento econômico. O GAPP está sujeito às provisões de acordos intergovernamentais, e necessidades legais e regulatórias apropriadas. E a implementação de cada princípio está sujeita às leis domésticas aplicáveis.

País-Observador	Fundo Soberano	Ativos (US\$ bilhões)	Ano de criação	Origem dos recursos
Canadá	<i>Alberta Heritage Savings Trust Fund</i>	14,90	1976	Petróleo
Chile	<i>Economic and Social Stabilization Fund</i>	21,30	1985	Cobre
China	<i>China Investment Corporation</i>	200,00	2007	Não-commodity
Cingapura	<i>Temasek Holdings Pte. Ltd.</i>	134,00	1974	Não-commodity
	<i>Government of Singapore Investment Corporation Pte. Ltd.</i>	330,00	1981	Não-commodity
Coréia do Sul	<i>Korea Investment Corporation</i>	30,00	2005	Não-commodity
Emirados Árabes Unidos	<i>Abu Dhabi Investment Authority</i>	875,00	1976	Petróleo
Estados Unidos	<i>Alaska Permanent Fund</i>	29,00	1976	Petróleo
Irlanda	<i>National Pensions Reserve Fund</i>	22,80	2001	Não-commodity
Kuwait	<i>Kuwait Investment Authority</i>	264,40	1953	Petróleo
Líbia	<i>Libyan Investment Authority</i>	50,00	2006	Petróleo
Noruega	<i>Government Pension Fund-Global</i>	301,00	1990	Petróleo
Nova Zelândia	<i>New Zealand Superannuation Fund</i>	9,10	2003	Não-commodity
Qatar	<i>Qatar Investment Authority</i>	60,00	2003	Petróleo
Rússia	<i>Reserve Fund/ National Wealth Fund</i>	60,00	2003	Petróleo
Timor Leste	<i>Petroleum Fund of Timor-Leste</i>	3,20	2005	Petróleo e Gás
Trinidad e Tobago	<i>Heritage and Stabilization Fund</i>	2,90	2000	Petróleo
Arábia Saudita	<i>SAMA Foreign Holdings</i>	433,00	n/d	Petróleo
Omã	<i>State General Reserve Fund</i>	8,20	1980	Petróleo e Gás
Vietnã	<i>State Capital Investment Corporation</i>	2,10	2006	Não-commodity

Fonte: *Sovereign Wealth Fund Institute e International Working Group of Sovereign Wealth Funds.*

Nesse documento, os fundos soberanos são definidos como fundos ou “arranjos” de investimento de propriedade governamental com objetivos especiais. Os fundos são criados com objetivos macroeconômicos, isto é, eles mantêm, gerenciam ou administram ativos para alcançar metas ou resultados financeiros, e empregam uma série de estratégias que incluem o investimento em ativos financeiros internacionais. Além disso, os recursos dos fundos, geralmente, têm origem nos superávits do balanço de pagamentos, nas operações de câmbio, nos processos de privatização, nos superávits fiscais e/ou nas receitas das exportações de *commodities*.¹¹¹

¹¹¹ Essa definição exclui as reservas de ativos internacionais mantidas pelas autoridades monetárias para os objetivos tradicionais de balanço de pagamentos ou política monetária, as operações de empresas estatais na

Nos “Princípios de Santiago” são identificados três elementos que definem um fundo soberano: propriedade, investimento e objetivo. Assim, os fundos soberanos são de propriedade governamental, o que inclui tanto o governo central quanto governos locais. As estratégias de investimento, por sua vez, visam ao investimento em ativos financeiros internacionais, excluindo aqueles fundos que investem apenas em ativos domésticos. E os fundos são criados com objetivos macroeconômicos, dessa forma, suas responsabilidades financeiras podem ser amplamente definidas, permitindo a aplicação de uma vasta gama de estratégias de investimento de médio e longo prazos.

Os artigos contidos nos “Princípios de Santiago” buscam responder ou ao menos amenizar as principais preocupações macroeconômicas, do mercado financeiro e investimento, levantadas pelo rápido crescimento, em número e em tamanho, dos fundos soberanos. Uma das preocupações está relacionada ao fato de que a criação dos fundos soberanos possa estimular políticas macroeconômicas e financeiras indesejáveis e pouco transparentes, nesse sentido, os artigos dos Princípios direcionam as operações dos fundos soberanos para uma formação de uma política macroeconômica de estrutura consistente e confiável. Além disso, se os Princípios forem devidamente implementados pelos países, eles permitirão uma melhor divulgação das informações financeiras, o que reduzirá a incerteza e a volatilidade em potencial dos mercados financeiros¹¹². Finalmente, os Princípios contêm importantes compromissos que poderão amenizar as preocupações com relação às motivações políticas dos fundos soberanos. Tais compromissos referem-se ao investimento exclusivo em áreas econômicas e financeiras; a proteção das decisões de investimento da interferência política por meio do estabelecimento de mecanismos operacionais independentes; e a disponibilização de informações sobre as políticas de investimento.

A efetividade dos “Princípios de Santiago” em ajudar a reduzir as pressões protecionistas e contribuir para a estabilidade financeira global dependerá, e muito, da adoção pelos países detentores de fundos soberanos. Espera-se que certa pressão política e persuasão moral possam estimular a adoção e implementação desses Princípios.

forma tradicional, os fundos de pensões de servidores públicos, ou os ativos administrados em benefícios de indivíduos

¹¹² Alguns fundos soberanos já divulgam algumas informações de forma sistemática. É o caso, por exemplo, do *Government of Singapore Investment Corporation (GIC)* que lançou seu primeiro relatório public em setembro de 2008, com informações a respeito da administração do portfólio do governo, incluindo informações sobre a estrutura de governança, os processos de investimento, o mix de ativos e os retornos de longo prazo.

Além disso, o IWG estabeleceu um comitê (*Formation Committee*) com o objetivo de converter a instituição em uma organização internacional respeitada dos fundos soberanos. O comitê é formado por representantes dos seguintes países: Austrália, Botsuana, Chile, China, Kuwait, Qatar, Cingapura, Trinidad e Tobago, Emirados Árabes Unidos e EUA. Espera-se que o grupo realize encontros periódicos para discutir propostas de trabalhos futuros. Podem-se destacar duas propostas: (i) a revisão e a implementação dos Princípios; e (ii) a criação de um mecanismo de divulgação de dados agregados.

O IWG é uma iniciativa importante para o futuro dos fundos soberanos, pois formaliza os princípios e as práticas gerais desses instrumentos de investimento. E, ao que tudo indica, tem perspectivas de se consolidar no cenário internacional, como uma referência no assunto. Além de poder se tornar o fórum apropriado para a revisão, supervisão e implementação de novos fundos soberanos.

4.2 Implicações políticas

Primeiramente, a proliferação e a expansão dos fundos soberanos refletem o processo de redistribuição da riqueza internacional. Historicamente, o fluxo de capital tendeu a migrar de países desenvolvidos para países em desenvolvimento; contudo, observa-se que há um novo direcionamento desses fluxos, isto é, saem da periferia para o centro, e os fundos soberanos têm um papel crucial nesse processo. Além disso, é preciso ressaltar as implicações políticas dessa redistribuição, isto é, uma vez que a base do atual sistema econômico internacional foi definida pelos vitoriosos da II Guerra Mundial, devem-se acomodar os interesses das economias emergentes. Esses novos atores devem, portanto, ter uma maior participação nos fóruns multilaterais de negociação.

Em segundo lugar, parte substancial da riqueza internacional está nas mãos de governos, implicando em uma nova estrutura de tomada de decisão, em que os recursos saem das mãos privadas e passam para as mãos públicas. Nesse contexto, a proliferação dos fundos soberanos, direcionando investimentos para países desenvolvidos, pode ser entendida, portanto, como um desafio às forças de mercado. Cox (2007) aponta para possíveis conflitos

de interesse surgido da sobreposição de interesses soberanos¹¹³, estimulando atitudes protecionistas por parte dos países receptores desses investimentos.

Como foi observado anteriormente, o FMI, o Banco Mundial, a OCDE e alguns países estão engajados em um diálogo na tentativa de estabelecer as melhores práticas aos fundos soberanos de riqueza. As discussões multilaterais são importantes, pois, diferentemente de atitudes unilaterais, permite a participação no debate de diversos atores, evitando-se atitudes de caráter protecionista-defensivo.

Da perspectiva dos países que possuem fundos soberanos, uma ação multilateral parece ser mais apropriada, pois eles não querem estar sujeitos às ações e decisões unilaterais dos países receptores de seus investimentos. Por exemplo, os EUA está em processo de adotar uma legislação mais severa em relação aos investimentos estrangeiros com origem em entidades governamentais. De maneira semelhante, a Comissão Européia está analisando se a aquisição de ativos privados por fundos de investimento estrangeiro controlados publicamente constituem uma ameaça e se necessitam de uma ação corretiva. Tal posicionamento veio logo após a declaração da chanceler da Alemanha, Angela Merkel, em que ela afirmava que seu governo estava considerando a possibilidade de adotar um sistema similar aos dos EUA, em que o Comitê de Investimento Estrangeiro pode recomendar ao presidente dos EUA que bloqueie investimentos estrangeiros diretos que considere uma ameaça para a segurança nacional.¹¹⁴

Segundo Mattoo e Subramanian (2008) a ação unilateral possui pelo menos três problemas. O primeiro é que a ação pode facilmente adquirir características protecionistas. O segundo é que poderia haver uma proliferação de padrões altamente heterogêneos impostos por diferentes países receptores de investimentos, o que elevaria os custos e afetaria a eficiência do fluxo de capital. Terceiro, mesmo que as legislações unilaterais sigam um padrão com restrições razoáveis, pode haver dificuldades na monitoração da aplicação dessas regras.

O que se pode afirmar é que os benefícios dos investimentos dos fundos soberanos dependem dos objetivos desses fundos – se são baseados em princípios econômicos e comerciais e não políticos. Nesse sentido, tanto os países detentores de fundos soberanos quanto os receptores de seus investimentos devem seguir alguns princípios políticos.

¹¹³ Segundo Obstfeld & Taylor (2004), um mercado de capitais internacional, necessariamente, estende-se sobre diversas jurisdições políticas que podem ser diferentes em relação à infra-estrutura econômica, instituições jurídicas, cultura comercial e em fatores geradores de comércio (tecnologias, preferências, dotações).

¹¹⁴ Mattoo e Subramanian (2008)

Países receptores de investimentos dos fundos soberanos devem seguir, basicamente, quatro princípios: (i) evitar o protecionismo; (ii) adotar estruturas de investimento transparentes e legítimas; (iii) respeitar as decisões do investidor; e (iv) não-discriminar o investidor estrangeiro¹¹⁵.

Em relação aos países proprietários de fundos soberanos, estes devem seguir, basicamente cinco princípios: (i) investir com objetivos comerciais e não políticos; (ii) divulgar sua estrutura institucional – transparência nas políticas de investimento; nos sistemas de administração de riscos; nas estruturas de governança e nos controles internos; (iii) respeitar as regras do setor privado; (iv) promover e comprometer-se com a estabilidade financeira internacional; e (v) respeitar as regras do país receptor de seus investimentos.

Dada a novidade do assunto e a natureza complexa das questões, são necessárias regras multilaterais para os fundos soberanos devem ser formuladas de maneira ampla, evitando o detalhe intrusivo. Princípios poderiam ser estabelecidos relacionando os objetivos e a estratégia de investimento, governança corporativa, transparência e comportamento. É exatamente o caso da iniciativa internacional que deu origem aos Princípios de Santiago.

4.3 Considerações finais

A recente proliferação dos fundos soberanos é consequência do rápido crescimento das reservas internacionais dos países em desenvolvimento, impulsionado pelo impacto do aumento dos preços de petróleo – no caso dos países do Oriente Médio, e aumento dos superávits comerciais, aumento dos fluxos de investimento estrangeiro direto e altas taxas de poupança entre países asiáticos. Ao mesmo tempo, a proliferação dos fundos soberanos ocorre em meio aos crescentes desequilíbrios em conta corrente na economia global, que têm sua origem nas taxas de câmbio administradas por alguns países superavitários, especialmente exportadores de petróleo e asiáticos

A emergência dos fundos soberanos representa uma mudança fundamental nas razões de investir dos Estados. Tradicionalmente os governos adquiriam ativos de investimento para proteger-se de crises. Os fundos soberanos vão além dessa agenda. As reservas internacionais

¹¹⁵ Além disso, não se pode deixar de considerar o princípio da reciprocidade, apesar de muitos países que possuem fundos soberanos serem muito fechados ao investimento estrangeiro. A realidade é que as decisões de investimento são feitas em um contexto político mais amplo em que a reciprocidade, bem como a proteção da propriedade intelectual, entre outros elementos, também são levados em consideração.

dos países em desenvolvimento expandiram para além das necessidades prudenciais e buscaram a diversificação e o aumento dos retornos, refletindo um processo geoeconômico de redistribuição da riqueza internacional: há um novo direcionamento desses fluxos, isto é, saem da periferia para o centro, e os fundos soberanos têm um papel crucial nesse processo.

Além disso, é preciso ressaltar as implicações políticas dessa redistribuição, uma vez que a base do atual sistema econômico internacional foi definida pelos vitoriosos da II Guerra Mundial, devem-se acomodar os interesses das economias emergentes. Esses novos atores devem, portanto, ter uma maior participação nos fóruns multilaterais de negociação, o que pode ser percebido, em termos, na criação do IWG, que, apesar de ser uma iniciativa apoiada pelos EUA, pois ainda é o principal ator do sistema internacional, conta com a participação de novos atores vindos de países em desenvolvimento, localizados em praticamente todos os continentes do mundo.

A regulação e o monitoramento multilateral das atividades dos fundos soberanos são importantes para reduzir não só as preocupações quanto aos seus objetivos de investimento, transparência e responsabilidade, mas também para evitar medidas unilaterais protecionistas dos países que prejudiquem o livre funcionamento do sistema financeiro internacional. Uma das principais preocupações dos países receptores de investimentos é a ameaça à segurança nacional. Nesse sentido, é importante lembrar que tais fundos existem há muito tempo e, até o momento, não há registros ou evidências que indiquem que os países detentores de fundos soberanos os utilizem maneira a causar danos aos países e firmas nas quais eles investem.

Seus investimentos ajudaram a promover o crescimento, a prosperidade e o desenvolvimento econômico em países exportadores e receptores de capital. Nos países detentores, os fundos soberanos são instituições de importância central para melhorar a administração das finanças públicas e alcançar a estabilidade econômica, dando apoio ao crescimento de qualidade. Os fundos soberanos também trazem benefícios substanciais aos mercados globais. Sua habilidade em ter uma perspectiva de investimento de longo prazo em diversas circunstâncias e superar os ciclos de negócios trouxe importante diversidade aos mercados globais, o que pode ser extremamente benéfico, particularmente durante períodos de distúrbios financeiros e *stress* macroeconômico. Contudo, as conseqüências de longo prazo e o papel de estabilizador em potencial dos fundos soberanos como os maiores investidores institucionais ainda vai necessitar de uma análise de dados mais ampla e profunda.

5 CONCLUSÕES

Após as crises financeiras da década de 1990, especialmente a crise asiática, os governos de alguns países em desenvolvimento perceberam que não poderiam contar exclusivamente com os recursos do FMI para sua recuperação e, assim, resumidamente, optaram pela acumulação de reservas, com o objetivo de se proteger contra a volatilidade da economia internacional. Tal processo de acumulação foi favorecido por um lado, pelo aumento dos preços das *commodities* e, por outro, pela adoção de uma taxa de câmbio desvalorizada (cuja função é basicamente estimular as exportações e, conseqüentemente acelerar o processo de acumulação de reservas internacionais).

Paralelamente a esse processo, a economia mundial enfrenta um preocupante desequilíbrio internacional, especialmente do ponto de vista dos mecanismos de ajuste ao alcance dos formuladores de política econômica e autoridades monetárias. Os EUA apresentam déficits comerciais e de conta corrente de cerca de 5% do PIB, e esses déficits são financiados pelos países asiáticos e os países exportadores de petróleo que, não por coincidência, acumulam grandes somas de reservas internacionais.

Essa combinação de (i) excesso de acúmulo de reservas internacionais; (ii) câmbio desvalorizado; e (iii) desequilíbrio internacional permitiu que os países em desenvolvimento – asiáticos e exportadores de petróleo, basicamente – obtivessem um excedente advindo do superávit na balança comercial, que possibilitou a diversificação dos instrumentos de investimento, materializada nos fundos soberanos de riqueza.

5.1 Os fundos soberanos e a superação dos riscos sistêmicos da economia internacional

Por meio do acúmulo de reservas internacionais, os governos dos países em desenvolvimento buscam a redução da vulnerabilidade e a manutenção da liquidez na economia, para assim, criarem condições de sustentação da política econômica. Contudo, os elevados níveis de reservas apontam para potenciais riscos de instabilidade para a economia mundial. Os mercados emergentes e a economia global podem sofrer mudanças rápidas e desordenadas devido a problemas que podem surgir no âmbito dos mercados de ativos, da

administração das finanças dos bancos centrais, e da contração da demanda agregada doméstica e global.

Quanto aos desequilíbrios internacionais, a expectativa é que se os ajustes ocorrerão de forma gradual, o que facilitará a acomodação suave dos efeitos sobre a economia mundial. Contudo, se o ajuste se der de forma súbita ou rápida demais, os resultados poderão ser catastróficos, com uma grande redução no crescimento global, principalmente se uma redução na demanda nos países deficitários não for seguida por um aumento de demanda nos demais países; perdas para o comércio internacional por meio de pressões protecionistas; e transferência de renda.

Esses riscos à economia internacional poderão ser minimizados por meio da atuação dos fundos soberanos. Prova disto foi a sua atuação no início da atual crise financeira, que permitiu identificá-los como instrumentos estabilizadores do sistema econômico, por meio de injeções de capital em diversas instituições financeiras de países desenvolvidos. Esses recursos vieram em um momento crítico em que havia escassez de capital de risco e o mercado estava pessimista. Dessa forma, os fundos soberanos ajudaram a fortalecer o sistema bancário global e criaram confiança no sistema financeiro internacional como um todo. Contudo, as conseqüências de longo prazo e o papel de estabilizador em potencial dos fundos soberanos como os maiores investidores institucionais ainda vai necessitar de uma análise de dados mais ampla e profunda.

Existe uma série de fatores que favorecem o papel dos fundos soberanos de instrumento compensatório em períodos de turbulência nos mercados. O FMI (2008), por exemplo, cita quatro fatores. Primeiramente, a maioria dos fundos soberanos possui um horizonte de investimento de longo prazo e necessidades de liquidez limitadas (com exceção dos fundos de estabilização), pois geralmente, eles são estabelecidos com o objetivo de alcançar metas macroeconômicas de longo prazo. Em segundo lugar, muitos fundos soberanos buscam alcançar retornos reais de longo prazo, e aceitam a volatilidade de curto prazo na expectativa de alcançar retornos de longo prazo maiores, aliados aos benefícios de uma estratégia mais flexível de alocação de ativos. Terceiro, em comparação com outros investidores institucionais, os fundos soberanos fundamentam-se em financiamentos estáveis e não necessitam de adequação de capital ou necessidades de regulação prudencial. Finalmente, a crise financeira atual pode ter aberto caminho para que os fundos soberanos se posicionassem de maneira significativa no setor financeiro global.

5.2 Intervenção estatal, mercado e soluções multilaterais

Entretanto, a proliferação dos fundos soberanos está tornando o Estado em um grupo investidor bastante ativo: em um contexto de décadas de discursos e ações em favor da liberalização comercial e financeira, com redução da intervenção estatal na economia, a proliferação dos fundos soberanos indica uma contradição, que é reforçada pelas prováveis políticas de ajuste dos desequilíbrios atuais, em que será exigida dos governos a intervenção nos setores privados da economia e até mesmo a sua substituição, ao menos no curto prazo.

Nesse sentido, a liderança dos EUA em um ambiente de profundas alterações geopolíticas é fundamental para o estímulo à coordenação de políticas multilaterais, com a participação efetiva dos países em desenvolvimento. A redistribuição geográfica de poderes, isto é, a emergência de países do leste asiático, China e Índia, de países produtores de petróleo, localizados principalmente no Oriente Médio, e de alguns países da América Latina, geram implicações políticas importantes, com demandas no rearranjo de poderes do atual sistema econômico internacional. Mesmo agora com uma redução do ritmo econômico, devido às incertezas da crise, e conseqüente redução não só dos desequilíbrios internacionais, mas também do tamanho dos fundos soberanos ainda é preciso pensar em alternativas multilaterais que acomodem os interesses dos países e, principalmente, evite atitudes de caráter protecionista-defensivo.

5.3 Elementos para reflexão

Os países que atualmente desejam criar tais instrumentos parecem ter motivos diversos, influenciados, principalmente por interesses domésticos. Na maioria dos casos, o objetivo é a parceria, ou seja, seus investimentos em países estrangeiros podem não só trazer altos retornos, como também aumentar a competitividade de suas empresas nacionais. Ainda, outros fundos desejam investir domesticamente (ou investir externamente para convencer os outros a investir em seus mercados domésticos, é o que parece ser o caso da França¹¹⁶).

¹¹⁶ Em 2008 o presidente da França estabeleceu um novo fundo de investimento estrangeiro para evitar que as empresas francesas caíssem nas mãos de “predadores” estrangeiros e assim, criar oportunidades aos projetos industriais inovadores, baseado no já existente fundo soberano francês: o *Caisse des Dépôts et Consignation*

No caso do Fundo Soberano do Brasil, por exemplo, o objetivo é ter uma reserva de segurança para ser utilizada em caso de crises. Os recursos do fundo têm origem na economia fiscal de R\$ 14,2 bilhões que o governo fez em 2008 – o valor corresponde a 0,5% do PIB. A idéia inicial do Ministério da Fazenda era utilizar as reservas internacionais (de aproximadamente US\$ 200 bilhões) para comprar ativos em dólar para, assim, manter o real desvalorizado, e as exportações brasileiras competitivas¹¹⁷. O Ministério da Fazenda tinha objetivo de utilizar o fundo soberano para apoiar as empresas brasileiras no exterior, por meio do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), contudo, o modelo brasileiro fere o conceito mais essencial ao escolher áreas de incentivo e de estímulo, pois, em geral, o critério das aplicações dos fundos já existentes é a rentabilidade de longo prazo. Isso significa que ao aplicar os recursos do fundo no BNDES e, em última instância, em empresas brasileiras, o risco do fundo estaria atrelado ao do próprio país – o objetivo de um fundo soberano é buscar a diversificação de risco, investindo recursos em países e setores diversos.

Entretanto, o financiamento do fundo soberano brasileiro seria baseado em captação de recursos ou no mercado doméstico ou no externo, pois o governo não tem superávits fiscais nem sobra de dólares, tendo que aumentar seu endividamento para adquirir a moeda estrangeira no mercado¹¹⁸.

O governo assim, procura usar um instrumento de política econômica denominado erroneamente de fundo soberano, em última instância, para melhorar a competitividade das indústrias brasileiras no exterior, mas parte desse problema vem da própria qualidade do ambiente de negócios do Brasil: infra-estrutura e sistema educacional deficientes; baixa efetividade política, ambiente tributário nocivo, entre outros problemas, que não serão resolvidos por meio do fundo soberano.

(CDC). Além disso, Sarkozy encorajou outros países europeus a seguir a política francesa de proteção estatal aos setores considerados estratégicos. Mas o governo alemão e o italiano, bem como a Comissão Européia, apresentaram outras propostas.

¹¹⁷ Antes da implantação do Fundo Soberano do Brasil, em dezembro de 2008, muitos economistas criticavam a iniciativa, alegando que a grande quantidade de dólares armazenada nas reservas brasileiras não significava que havia recursos sobrando na economia, como foi provado quando a crise financeira global estourou e o governo utilizou uma parte dos recursos para injetar dólares no mercado. Além disso, se o fundo soberano brasileiro incorrer em dívidas domésticas para apoiar investimentos externos (como é o caso da CIC, da China), a barreira a ser quebrada seria imensa. Os juros brasileiros são muito maiores que os chineses.

¹¹⁸ A criação do Fundo Soberano do Brasil, no entanto, pode ter complicações na Justiça. Quando o Congresso aprovou a criação do fundo, não aprovou na seqüência a aplicação dos R\$ 14,2 bilhões. Para fazer o aporte, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva teve de editar uma medida provisória (MP) abrindo a possibilidade de emissão de títulos públicos em favor do fundo. O Congresso Nacional ainda terá que aprovar a nova MP, mas o governo decidiu emitir os títulos antes do aval dos parlamentares. Devido à atitude do governo, os partidos de oposição ajuizaram no final do ano passado uma Adin (Ação Direta de Inconstitucionalidade). Mas o Supremo Tribunal Federal (STF) só vai só examiná-la após as férias forenses, que terminam no dia 31 de janeiro de 2009.

Por outro lado, o Japão, que até setembro de 2008 era o maior detentor de reservas internacionais do mundo nunca teve um fundo soberano. Alguns dos proponentes de um fundo soberano japonês parecem querer usá-lo não apenas para obter retornos maiores sobre as reservas japonesas, mas também forçar uma abertura maior do setor financeiro do Japão. Argumenta-se que substituir os burocratas pelos administradores de ativos estrangeiros contribuiria para acelerar uma mudança que levaria Tóquio a se tornar um centro financeiro global. Uma vez que o regime de investimento do Japão é um dos mais fechados entre os países do G7, ele poderá enfrentar diversas dificuldades em relação a iniciar a investir externamente. Além disso, o Japão acumula uma grande quantia em fundos públicos e privados investidos em ativos de longo prazo e baixo rendimento, o que significa que existe margem suficiente para a criação de um fundo soberano.

Por envolver quantias extremamente relevantes, os fundos soberanos abrigam não só discussões econômicas, mas também políticas. Aslund (2007) adota uma posição radical, em que afirma que, de maneira geral, os fundos soberanos se desenvolveram nos regimes autoritários e países pouco desenvolvidos, em que os cidadãos não têm chance de demandar por políticas econômicas voltadas às suas necessidades. É o caso, por exemplo, de Cingapura, cuja economia depende basicamente do comércio exterior e acumula sua riqueza em um fundo soberano desde os anos 1960. O governo soube administrar de maneira extraordinária o autoritarismo mesmo depois de o país ter se tornado rico. Ressalta-se que regimes autoritários são mais vulneráveis à volatilidade econômica do que regimes democráticos.

Tabela 8

Índice de Democracia		
País	Índice	Categoria
Noruega	9,55	Democracia plena
Austrália	9,09	Democracia plena
Canadá	9,07	Democracia plena
Irlanda	9,01	Democracia plena
Nova Zelândia	9,01	Democracia plena
Estados Unidos	8,22	Democracia plena
Japão	8,15	Democracia plena
Reino Unido	8,08	Democracia plena
Chile	7,89	Democracia imperfeita
Coréia do Sul	7,88	Democracia imperfeita
Taiwan	7,82	Democracia imperfeita
Índia	7,68	Democracia imperfeita
Botsuana	7,6	Democracia imperfeita
Trinidad e Tobago	7,18	Democracia imperfeita

Timor Leste	6,41	Democracia imperfeita
Colômbia	6,4	Democracia imperfeita
Hong Kong	6,03	Democracia imperfeita
Malásia	5,98	Democracia imperfeita

Fonte: Economist e *Sovereign Wealth Fund Institute*

A Tabela 8 apresenta o estudo realizado pela Economist (*Economist Intelligence Unit Index of Democracy*) em que são analisados níveis de regime democrático de 167 países, baseado em cinco categorias: processo eleitoral livre e regular; liberdades civis; funcionamento do governo; participação política; e cultura política. Os maiores fundos soberanos não se encontram nessa amostragem representada. O que parece é que, o regime democrático dificulta a defesa e a administração de fundos muito grandes, corroborando, em parte, a tese de Aslund.

Crescentemente, muitos países possuem diversas frentes de investimento, tais como fundos soberanos, uma empresa de investimento e uma série de empresas estatais. E devido à escala de crescimento desses ativos, entender o perfil de risco variável desses fundos é algo essencial. Os fundos soberanos não podem ser analisados como uma unidade homogênea no cenário da economia internacional.

REFERÊNCIAS

AIZENMAN, J. Large hoarding of international reserves and the emerging global economic architecture, **NBER Working Paper** 13277, Cambridge: Massachusetts, National Bureau of Economic Research, 2007

AIZENMAN, J., LEE, J. International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence. **IMF Working Paper**, 05/198. Washington, DC: International Monetary Fund, 2005

AIZENMAN, J., MARION, N. The High Demand of International Reserves in the Far East: What's Going On?, **NBER Working Paper** No. 9266, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2002a

_____. International Reserve Holdings with Sovereign Risk and Costly Tax Collection, **NBER Working Paper** No. 9154, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2002b

ARROW, K.J., DEBREU, G. Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy, **Econometrica**, 22, 262-290, 1954

ASLUND, A. The truth about sovereign wealth funds, **Foreign Policy**, December, 2007.

BAILY, M.N., LAWRENCE, R.Z.. Can America Still Compete or Does It Need a New Trade Paradigm? **Policy Briefs Series**, Peterson Institute for International Economics, 2006.

BANCO MUNDIAL, **World Development Report**, 2007.

BERG, A., PATTILLO, C., Are Currency Crises Predictable? A Test, **IMF Staff Papers**, Vol. 46 (June), pp. 107–38. 1999a

_____. Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative, **Journal of International Money and Finance**, Vol. 18 (August), 1999b

BERGSTEN, C.F. A New Foreign Economic Policy for the United States, *in* BERGSTEN, C.F. **The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade**, Institute for International Economics, Washington, 2005.

BERGSTEN, C.F. **Currency Misalignments and the US Economy**, Testimony before the Subcommittees on Trade, Ways and Means Committee; Commerce, Trade and Consumer Protection, Energy, and Commerce Committee; and Domestic and International Monetary Policy, Trade and Technology, Financial Services Committee of the House of Representatives, Peterson Institute for International Economics, 2007.

BERGSTEN, C.F., TRUMAN, E.M. **Why deficits matter: the international dimension**. Testimony before the Budget Committee of the House of Representatives, January 23, 2007

BLACK, J. **Oxford Dictionary of Economics**, Oxford University Press: New York, 2003.

BORDO, M.D. Historical perspective on global imbalances, **NBER Working Paper** 11383, Cambridge: Massachusetts, National Bureau of Economic Research, 2005.

_____. The gold standard: the traditional approach, *in* BORDO, M.D., SCHWARTZ, A.J. (eds.) **A retrospective on the classical gold-standard, 1821-1931**. Chicago, Illinois: University of Chicago Press, 1984.

BORDO, M.D., EICHENGREEN, B. Is Our International Economic Environment Unusually Crisis Prone? *in* **International Financial System Conference Proceedings: Capital Flows and the Reserve Bank of Australia**, ed. by David Gruen and Luke Gower (Sydney: Reserve Bank of Australia), 1999.

_____. Is our international economic environment unusually crisis prone?, *in* GRUEN, D., GOWER, L. **International financial system conference proceedings: capital flows and the Reserve Bank of Australia**. Sydney: Reserve Bank of Australia, 1999

_____. The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold, **NBER Working Paper** No.6436, Cambridge: Massachusetts, National Bureau of Economic Research, 1998

BORDO, M.D., EICHENGREEN, B., IRWIN, D.A. Is globalization today really different than globalization a hundred years ago? **NBER Working Paper** No. 7195, Cambridge: Massachusetts, National Bureau of Economic Research, 1999

BORDO, M.D., EICHENGREEN, B., KIM, J. Was There Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today? *in* **Conference Proceedings: The Implications of the Globalization of World Financial Markets**, Seoul, South Korea: Bank of Korea, pp. 27–75, 1998.

BORDO, M.D., *et alli*. Is the crisis problem growing more severe? **Economic Policy**, Vol. 16 (April), pp. 51-82, 2001

BORDO, M.D., ROCKOFF, H. The Gold Standard as a Good-Housekeeping Seal of Approval, **Journal of Economic History** 56, pp. 389-428, 1996

BRAINARD, W., TOBIN, J. Asset Markets and the Cost of Capital, *in* BELASSA, B, NELSON, R. (eds.), **Economic Progress, Private Values, and Public Policy: Essays in Honor of William Fellner**, New York: North Holland, 1977

CALVO, G. Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons, **International Journal of Finance and Economics**, (July), 1996.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, **A common European approach to Sovereign Wealth Funds**, Communication from the commission to the European parliament, the council, the European economic and social committee and the committee of the regions, 2008.

COOPER, R.N. How big is the hole in the economy? **Financial Times**, November 1, p.15, 2004.

_____. Is the US current account deficit sustainable? Will it be sustained? **Brookings Papers on Economic Activity**: 1, Brookings Institution, pp. 217-26, 2001.

CUNHA, A. M. e VAN DER LAAN, C. R. **Investigating the rationale for exchange market interventions and the building of international reserves in emerging countries: the case of Brazil after stabilization (1995-2008)**, ANPEC, 2008.

DOOLEY, M.P., FOLKERTS-LANDAU, D., GARBER, P. An Essay on the Revived Bretton Woods System, **NBER Working Paper** 9971, Cambridge: Massachusetts, National Bureau of Economic Research, September, 2002.

ECONOMIST, **Sovereign-wealth funds**, May 24th 2007, disponível em http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9230598

EDISON, H. J. Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System, **International Finance Discussion Paper** No. 675, Washington: U.S. Board of Governors of the Federal Reserve System, 2000

EDWARDS, S. On the Interest-Rate Elasticity of the Demand for International Reserves: Some Evidence from Developing Countries, **Journal of International Money and Finance**, Vol. 4 (June), pp. 287–95, 1985

_____. The Demand for International Reserves and Exchange Rate Adjustments: The Case of LDCs, 1964–72, UCLA Department of Economics, **Working Paper** n° 229, December, 1981.

EICHENGREEN, B. **A Globalização do Capital: Uma história do Sistema Monetário Internacional**, São Paulo: Ed. 34, 2000.

_____. Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. **NBER Working Paper** 10497 Cambridge: Massachusetts, National Bureau of Economic Research, 2004

_____. The Blind Men and the Elephant, **Brookings Policy Brief** 1, January, 2006.

FISCHER, S. The new global economic geography. Speech at Federal Reserve of Kansas City Conference on The New Economic Geography, Jackson Hole, Wyoming, 25-26 August, **BIS Review** 77, 2006.

FISHLOW, A. Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Periods, **International Organization**, Vol. 39, pp. 83–416, 1985

FLOOD, R., MARION, N. Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility, **IMF Working Paper** 02/62, Washington: International Monetary Fund, 2002.

FMI, **Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)**, dezembro de 2008

_____. **Global Financial Stability Report**, IMF, Washington DC, abril 2008

_____. **Global Financial Stability Report**, IMF, Washington DC, setembro 2007

_____. **International Financial Statistics**, IMF, Washington DC, acesso em agosto de 2008.

_____. **World Economic Outlook**, IMF, Washington DC, abril 2005

_____. **World Economic Outlook**, IMF, Washington DC, abril 2007

_____. **World Economic Outlook**, IMF, Washington DC, abril de 2008

_____. **World Economic Outlook**, IMF, Washington DC, maio de 2001

_____. **World Economic Outlook**, IMF, Washington DC, outubro 2008

_____. **World Economic Outlook**, IMF, Washington DC, outubro de 2000

_____. **World Economic Outlook**, IMF, Washington DC, setembro 2002

_____. **World Economic Outlook**, IMF, Washington DC, setembro de 2003

FRENKEL, J. The Demand for International Reserves by Developed and Less Developed Countries, **Economica** 41:14–24. <http://www.jstor.org/pss/2553419>, 1974.

FRIEDMAN, M. The Case for Flexible Exchange Rates, *in* **Essays in Positive Economics**, Chicago: Chicago University Press, 1953.

GARCÍA, P.; SOTO C. **Large Hoarding of International Reserves: Are They Worth It?** Working Paper for the VIII Annual Conference of the Central Bank of Chile, Banco Central de Chile, 2004.

GREENSPAN, A. **Globalization and innovation**. Remarks at the Conference on Bank Structure and Competitions, sponsored by the Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago Illinois, 2004.

GROS, D. Why the US current account deficit is not sustainable. **International Finance** 9:2, pp. 241-260, 2006.

GRUBEL, H. The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature, **Journal of Economic Literature**, Vol. IX, nº 4 (December), 1970

HAMMER, C., KUNZEL, P., PETROVA, I. Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices, **IMF Working Paper** WP/08/254, 2008.

HAUSMANN, R., STURZENEGGER, F. Why the US current account deficit is sustainable, **International Finance**, 2006.

HELLER, H. R. Optimal International Reserves, **Economic Journal**, Vol. 76 (June), pp. 296–311, 1966

HUNTINGTON, S.P. The Clash of Civilizations? **Foreign Affairs**, Summer 1993.

JEANNE, O.; RANCIÈRE, R. The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications. **IMF Working Paper** 06/229 2006.

JEN, S. How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?, **Morgan Stanley Research**, 2007

KAMINSKY, G., LIZONDO, S., REINHART, C. Leading indicators of currency crises. **International Monetary Fund Staff Papers** 45, 1–48, 1998

KELLY, M. (1970) The Demand for International Reserves. **American Economic Review** 59:655–667, 1970

KEYNES, J.M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Editora Atlas, 1992

KIMMIT, R.M. Public footprints in private markets: Sovereign wealth funds and the world economy, **Foreign Affairs**, January/ February 2008.

KRAAY, A., VENTURA, J. The Dot-Com Bubble, the Bush Deficits, and the U.S. Current Account, **World Bank Policy Research Working Paper** 3672, Washington: World Bank, August 2005

LANDELL-MILLS, J. M. The Demand for International Reserves and their Opportunity Cost, **IMF Staff Papers** 36:708–732, 1989

LANE, P. R., BURKE, D. The Empirics of Foreign Reserves, **Open Economies Review**, Vol. 12 (October), pp. 423–34, 2001.

LANE, P.R., MILESI-FERRETI, G.M. Financial Globalization and Exchange Rates, **IMF Working Paper**, WP/05/3, International Monetary Fund, 2005.

LIPSCHITZ, L., MESSMACHER, M., MOURMOURAS, A. **Reserve Adequacy: Much higher than you thought?** IMF Institute, April 2006

MADDISON, A. **Evidence submitted to the Select Committee on Economic Affairs**, House of Lords, London, for the inquiry into “Aspects of the Economics of Climate Change”, 2005.

MCCULLEY, P., TOLOUI, R. **Perils of Plenty: Can Foreign Reserves Grow Forever?**, in **Global Central Bank Focus**, PIMCO, November, 2007.

MCKINNON, R. **Private and Official Money: The Case for the Dollar**, **Princeton Essays in International Economics**. Princeton University. International Finance Section, 1969.

MELTZER, A. U.S. Policy in the Bretton Woods Era, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review** 73 (May/June) pp. 54-83, 1991.

MISHKIN, F. **The Next Great Globalization: how disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich**. New Jersey: Princeton University Press, 2006.

NORDHAUS, W. **War with Iraq: Costs, Consequences, and Alternatives**, **American Academy of Arts and Sciences Occasional Paper**, December 2002.

OBSTFELD, M. **External Adjustment**, **NBER Working Paper** No. W10843 Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2004.

OBSTFELD, M., ROGOFF, K. **Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments**, Paper prepared for the Brookings Panel on Economic Activity, 2005a.

_____. **The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause?** **NBER Macroeconomics Annual 2000**, Cambridge Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2001.

_____. **The unsustainable US current account position revisited**, **NBER Working Paper**, No. 10869, Cambridge Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2005b.

OBSTFELD, M., TAYLOR, A.M **Global Capital Markets: integration, crisis and growth**. New York: Cambridge University Press, 2004.

_____. Globalization and Capital Markets. **NBER Working Paper**, No. 8846, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2002.

_____. **Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth**, Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press, 2004

OCDE, **Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies**, Report by the OECD Investment Committee, 2008

OMC, **China Trade Policy Review**, WTO, Genebra, 2006 e 2008

_____. **International Trade and Tariff Data**, 2007

_____. **International Trade Statistics**, 2008

PALLEY, T.I Financialization: What It Is and Why It Matters, **Working Paper** No. 525, The Levy Economics Institute, 2007.

POLANYI, K., **A Grande Transformação: As origens da nossa época**, 9ª edição, Editora. Campus, Rio de Janeiro, 2000.

PRASAD, E., WEI, S. **Understanding the Structure of Cross-border Capital Flows: The Case of China**. China at Crossroads Conference: Columbia University, December 2005.

PUTNAM, R., HENNING, C.R. The Bonn Summit of 1978: A Case of Cooperation. *In* COOPER, R.N., EICHENGREEN, B., HOLTHAM, G., PUTNAM, R.D., HENNING, C.R., **Can Nations Agree? Issues in International Economic Cooperation**. Washington, D.C.: Brookings Institution, 1989, pp.12-140.

REINHART C.M., REINHART, V.R. Capital inflows and reserve accumulation: the recent evidence, **NBER Working Paper** 13842, Cambridge: Massachusetts, National Bureau of Economic Research, 2008.

RODRIK, D. **The social cost of foreign exchange reserves**. American Economic Association, December 2005

ROUBINI, N., SETSER. B. **The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances**, 2004. Disponível em

<http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>

SADDI, V. **The Social Costs of Building Reserves in emerging markets**, RGE Monitor, 2006

SETSER B. , ZIEMBA, R Understanding the New Financial Superpower – The Management of GCC Official Foreign Assets, **RGE Monitor**, 2007.

_____. GCC Sovereign Funds - Reversal of Fortune, **Council on Foreign Relations**, 2009.
SUBRAMANIAN, A., MATTOO, A. Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization, **Working Paper** Number 142, Center for Global Development, 2008

TESLIK, L.H., **Sovereign Wealth Funds**, Council on Foreign Relations, disponível em http://www.cfr.org/publication/15251/sovereign_wealth_funds.html, acesso fevereiro de 2009.

TRUMAN, E.M. A blueprint for sovereign wealth fund best practices, **Policy Brief** nº PB08-3, Peterson Institute for International Economics, 2008.

_____. **A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds**, Presented at the Conference on China's Exchange Rate Policy, at the Peterson Institute, Washington, DC, 2007a

_____. Sovereign wealth funds: the need for greater transparency accountability, **Policy Brief** nº PB07-6, Peterson Institute for International Economics, 2007b

TRUMAN, E.M., WONG, A. The Case for An International Reserve Diversification Standard, **Working Paper** 06-2, Washington, Institute for International Economics, 2006.

WEISS, M.A. Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress, **CRS Report for Congress**, 2008.

WOLF, M. America on the Comfortable Path to Ruin, **Financial Times**, 17 August, 2004.

WOO, W. T. **The Structural Nature of Internal and External Imbalances in China**. The Brookings Institution, December 29, 2005.

YONGDING, Y. **Global Imbalances: China's Perspective**, International Conference on Global Imbalances, Organized by IIE Washington 8 February 2007.

Referências da Internet

Banco Mundial, <http://www.worldbank.org/>

Fundo Monetário Internacional (FMI), <http://www.imf.org/external/index.htm>

International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG), <http://www.iwg-swf.org/>

National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/>

Organização Mundial do Comércio (OMC), <http://www.wto.org/>

Peterson Institute for International Economics, <http://www.iie.com/>

Sovereign Wealth Fund Institute, <http://www.swfinstitute.org/>

The New Palgrave Dictionary of Economics Online,
<http://www.dictionaryofeconomics.com/dictionary>

US Bureau of Economic Analysis (BEA), <http://www.bea.gov/>

US Department of the Treasury, <http://www.ustreas.gov/>

ANEXO A – Lista de Fundos Soberanos

País	Nome do Fundo	Ativos (US\$ bilhões)	Ano de criação	Origem dos recursos
Arábia Saudita	<i>SAMA Foreign Holdings</i>	433	n/d	Petróleo
Arábia Saudita	<i>Public Investment Fund</i>	5,3	2008	Petróleo
Argélia	<i>Revenue Regulation Fund</i>	47	2000	Petróleo
Austrália	<i>Australian Future Fund</i>	43,8	2004	Não-Commodity
Azerbaijão	<i>State Oil Fund</i>	10,2	1999	Petróleo
Bahrein	<i>Mumtalakat Holding Company</i>	14	2006	Petróleo
Botsuana	<i>Pula Fund</i>	6,9	1966	Diamantes e Minérios
Brasil	<i>Sovereign Fund of Brazil</i>	5,9	2009	Não-Commodity
Brunei	<i>Brunei Investment Agency</i>	30	1983	Petróleo
Canadá	<i>Alberta's Heritage Fund</i>	14,9	1976	Petróleo
Casaquistão	<i>Kazakhstan National Fund</i>	38	2000	Petróleo
Chile	<i>Social and Economic Stabilization Fund</i>	21,3	1985	Cobre
China	<i>China Investment Corporation</i>	200	2007	Não-Commodity
China	<i>National Social Security Fund</i>	74	2000	Não-Commodity
China	<i>China-Africa Development Fund</i>	5	2007	Não-Commodity
China - Hong Kong	<i>Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio</i>	173	1998	Não-Commodity
China*	<i>SAFE Investment Company</i>	311,6		Não-Commodity
Cingapura	<i>Government of Singapore Investment Corporation</i>	330	1981	Não-Commodity
Cingapura	<i>Temasek Holdings</i>	134	1974	Não-Commodity
Coreia do Sul	<i>Korea Investment Corporation</i>	30	2005	Não-Commodity
Emirados Árabes Unidos - Abu Dhabi	<i>Abu Dhabi Investment Authority</i>	875	1976	Petróleo
Emirados Árabes Unidos - Abu Dhabi	<i>Mubadala Development Company</i>	10	2002	Petróleo
Emirados Árabes Unidos - Dubai	<i>Investment Corporation of Dubai</i>	82	2006	Petróleo
Emirados Árabes Unidos - Federal	<i>Emirates Investment Authority</i>	X	2007	Petróleo
Emirados Árabes Unidos - Ras Al Khaimah	<i>RAK Investment Authority</i>	1,2	2005	Petróleo
EUA - Alabama	<i>Alabama Trust Fund</i>	3,1	1986	Gás
EUA - Alaska	<i>Alaska Permanent Fund</i>	29	1976	Petróleo
EUA - New Mexico	<i>New Mexico State Investment Office Trust</i>	16	1958	Não-Commodity
EUA - Wyoming	<i>Permanent Wyoming Mineral Trust Fund</i>	3,9	1974	Minerais
França	<i>Strategic Investment Fund</i>	28	2008	Não-Commodity
Irã	<i>Oil Stabilisation Fund</i>	12,9	1999	Petróleo

Irlanda	<i>National Pensions Reserve Fund</i>	22,8	2001	Não-Commodity
Kiribati	<i>Revenue Equalization Reserve Fund</i>	0,4	1956	Fosfatos
Kuwait	<i>Kuwait Investment Authority</i>	264,4	1953	Petróleo
Líbia	<i>Libyan Investment Authority</i>	50	2006	Petróleo
Malaysia	<i>Khazanah Nasional</i>	25,7	1993	Não-Commodity
Malaysia	<i>Terengganu Investment Authority</i>	2,8	2008	Petróleo
Mauritânia	<i>National Fund for Hydrocarbon Reserves</i>	0,3	2006	Petróleo e Gás
Nigéria	<i>Excess Crude Account</i>	11	2004	Petróleo
Noruega	<i>Government Pension Fund – Global</i>	301	1990	Petróleo
Nova Zelândia	<i>New Zealand Superannuation Fund</i>	9,1	2003	Não-Commodity
Omã	<i>State General Reserve Fund</i>	8,2	1980	Petróleo e Gás
Qatar	<i>Qatar Investment Authority</i>	60	2003	Petróleo
Rússia**	<i>National Welfare Fund</i>	225,1	2008	Petróleo
Timor Leste	<i>Timor-Leste Petroleum Fund</i>	3,2	2005	Petróleo e Gás
Trinidad & Tobago	<i>Heritage and Stabilization Fund</i>	2,9	2000	Petróleo
Venezuela	<i>FIEM</i>	0,8	1998	Petróleo
Vietnã	<i>State Capital Investment Corporation</i>	2,1	2006	Não-Commodity
	TOTAL	3,976		

*Valores estimados

**Inclui o fundo de estabilização da Rússia

Fonte: *Sovereign Wealth Fund Institute*

ANEXO B – Classificação dos Fundos Soberanos

Truman (2007a) realizou uma classificação dos fundos soberanos de riqueza, levando em consideração quatro categorias básicas: (i) estrutura; (ii) governança; (iii) transparência e responsabilidade; e (iv) comportamento. Seu estudo se baseou na aplicação de um questionário com 25 questões, em que foram avaliados 32 fundos soberanos de 28 países, usando como ponto de referência o *California Public Employees' Retirement System* (CAIPERS). A Tabela 9 a seguir representa o sumário do resultado desse levantamento. Pode-se observar que os países mais bem colocados nessa análise não são os maiores.

O objetivo, contudo, desse estudo foi o de fornecer uma referência para a formulação de regras de melhores práticas dos fundos soberanos. Além disso, o estudo foi baseado em informações públicas disponíveis, especialmente na Internet, é importante que as informações estejam disponíveis para o estabelecimento de regras de responsabilidade e de transparência. Finalmente, esse estudo poderá ser utilizado como um ponto de referência que justifique as decisões e as práticas dos fundos soberanos.

Tabela 9

		Structure	Governance	Transparency & Accountability	Behavior	Total
New Zealand	Superannuation Fund	8.00	4.00	12.00	0.00	24.00
Norway	Government Pension Fund – Global	7.50	4.00	10.50	1.00	23.00
Timor-Leste	Petroleum Fund	8.00	2.00	11.75	0.00	21.75
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	7.50	3.00	9.00	0.00	19.50
United States	Alaska Permanent Fund	7.50	2.00	8.50	0.00	18.00
Australia	Future Fund	8.00	2.00	7.00	0.00	17.00
Azerbaijan	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	5.00	2.00	9.50	0.00	16.50
Chile	Economic and Social Stabilization Fund	7.00	2.00	6.50	0.00	15.50
Botswana	Pula Fund	5.50	2.00	7.00	0.00	14.50
Kazakhstan	National Oil Fund	6.00	2.00	6.50	0.00	14.50
Singapore	Temasek Holdings	4.00	1.50	8.00	0.00	13.50
São Tomé and Príncipe	National Oil Account	8.00	2.00	2.25	0.00	12.25
Trinidad and Tobago	Heritage and Stabilization Fund	6.50	2.00	3.75	0.00	12.25
Kuwait	Kuwait Investment Authority	6.00	3.00	3.00	0.00	12.00
Malaysia	Khazanah Nasional	4.00	1.50	4.00	0.00	9.50
Russia	Stabilization Fund of the Russian Federation	4.00	2.00	3.50	0.00	9.50
Korea	Korea Investment Corporation	6.00	2.00	1.00	0.00	9.00
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	5.00	2.00	0.50	0.00	7.50
Mexico	Oil Income Stabilization Fund	5.00	0.00	2.00	0.00	7.00
China	Central Huijin Investment Company	5.50	0.00	0.50	0.00	6.00
Venezuela	National Development Fund	1.50	0.50	4.00	0.00	6.00
Iran	Oil Stabilization Fund	4.00	1.00	0.50	0.00	5.50
Venezuela	Macroeconomic Stabilization Fund	3.00	0.50	2.00	0.00	5.50
Oman	State General Reserve Fund	3.00	0.00	2.00	0.00	5.00
Sudan	Oil Revenue Stabilization Account	4.00	0.00	1.00	0.00	5.00
Algeria	Revenue Regulation Fund	3.00	1.00	0.50	0.00	4.50
United Arab Emirates	Istithmar	3.00	0.50	0.25	0.00	3.75
United Arab Emirates	Mubadala Development Company	3.00	0.50	0.00	0.00	3.50
Brunei	Brunei Investment Agency	1.00	0.50	1.00	0.00	2.50
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	1.50	0.00	0.75	0.00	2.25
Qatar	Qatar Investment Authority	2.00	0.00	0.00	0.00	2.00
United Arab Emirates	Abu Dhabi Investment Authority and Corporation	0.50	0.00	0.00	0.00	0.50
Total Possible Points		8.00	4.00	12.00	1.00	25.00
Average Number of Points		4.80	1.42	4.02	0.03	10.27
United States	California Public Employees' Retirement System	8.00	3.00	10.25	0.50	21.75

Fonte: Truman (2007a)

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)