

# Os Fundos de Riqueza Soberana e o papel do dólar no sistema monetário internacional

The Sovereign Wealth Funds and the central role played by the dollar in the international financial system

---

**PATRICIA FONSECA FERREIRA ARIENTI** | pffarienti@gmail.com  
Professora dos cursos de Relações Internacionais e Ciências Econômicas do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina. Pesquisadora do INCT-INEU. Florianópolis – SC, Brasil.

**GUSTAVO GERLACH DA SILVA ZIEMATH** | ziemath@hotmail.com  
Ex-graduando do curso de Relações Internacionais da UFSC e bolsista do INCT-INEU. Atualmente graduando de Relações Internacionais na UnB. Brasília – DF, Brasil.

**Recebimento do artigo** 31-ago-11 | **Aceite** 06-dez-11

**Resumo** O objetivo do artigo é analisar a formação e a consolidação dos SWF como uma resposta dos países não emissores da moeda reserva num contexto de elevada mobilidade de capital externo. A partir do esquema analítico desenvolvido por Cohen (2006) sobre a hierarquia monetária e a supremacia do dólar como moeda de reserva, o trabalho busca apresentar o papel central desempenhado pelo dólar no sistema financeiro internacional, assim como o crescimento das reservas cambiais de países emergentes, que passaram a acumular crescentes reservas buscando proteção contra crises cambiais. As conseqüências do crescimento dessas reservas extrapolaram, contudo, o ambiente financeiro. No âmbito institucional surge um agente econômico responsável por administrar de maneira mais especulativa parte deste montante acumulado recentemente: os Fundos de Riqueza Soberana. Conclui-se que a recente proliferação dos fundos soberanos é uma alternativa para aqueles países que não estão no topo da hierarquia monetária possam manter algum grau de autonomia na execução de suas políticas econômicas domésticas dentro de um arranjo financeiro internacional ancorado no dólar como moeda reserva e na elevada mobilidade de capital externo. **Palavras-chave** Fundos de Riqueza Soberana, sistema financeiro internacional, hegemonia do dólar.

**Abstract** This paper pretends to analyze the formation and consolidation of the SWF as a response from countries which, in a system with increasing flows of foreign reserves, do not have an international reserve currency. Starting from the analytical framework developed by Cohen (2006) that describes a monetary hierarchy and the supremacy of the dollar as reserve currency, the study presents the central role played by the dollar in the international financial system and the growth of foreign exchange reserves in developing countries, in order to get protection against currency crises. However, the consequences of this growth go beyond the financial system boundaries. At the institutional level, the Sovereign Wealth Funds rises as economic agents capable of managing, in a more speculative way, huge amounts of the accumulated reserves. We conclude that the recent proliferation of sovereign wealth funds is an alternative for countries that are not on top of the monetary hierarchy. Those funds give a higher degree of autonomy for the government to implement domestic political economy in the international financial system based on the dollar as the international reserve currency and on the high mobility of foreign capital. **Keywords** Sovereign wealth funds, international financial system, dollar hegemony.

## Introdução

O atual arranjo monetário internacional está ancorado na enorme supremacia do dólar como moeda reserva e numa hierarquia monetária associada a ela. De acordo com o esquema analítico desenvolvido por Cohen (2009, p.04), entre os principais atributos associados à moeda escolhida para cumprir a função de reserva internacional está a sua capacidade de exercer o papel de reserva de valor o qual, na sua dimensão pública, manifesta-se através da sua capacidade de servir como lastro da riqueza financeira mantida pelos bancos centrais, através dos títulos nela denominados.

Para os Estados Unidos, país emissor da moeda global, a elevada demanda internacional por dólares e pelos títulos denominados em dólar tem financiado um déficit crônico no Balanço de Pagamentos desde 1981. Segundo Cohen (2006 p.45), “é exatamente o papel central exercido pelo dólar no arranjo monetário que oferece aos EUA uma enorme capacidade de adiar o seu ajuste externo”.

O acúmulo excessivo de reservas internacionais, no entanto, tem provocado um desalinhamento entre as moedas, gerando uma depreciação do dólar frente às moedas dos países que adotaram o regime de câmbio flutuante (como, por exemplo, os países da área do euro, da América Latina, Austrália, Nova Zelândia, Islândia, Turquia etc.).

Do ponto de vista dos países emergentes, embora o acúmulo excessivo de reservas gere impactos negativos para o país, no que diz respeito ao aumento do déficit em transações correntes, num sistema financeiro marcado por crescente volatilidade e mobilidade dos fluxos de capitais, a estratégia de acumular reser-

vas, tornou-se uma necessidade para aqueles países que não possuem as moedas hierarquicamente mais relevantes e, portanto, estão mais sujeitos aos ataques especulativos. Para esses países, o acúmulo de reservas oferece proteção contra alterações na liquidez internacional, permitindo-os usufruir de maior autonomia na execução de suas políticas econômicas domésticas.

Nesse contexto, aqueles países que são grandes detentores de reservas comecem a aplicar parte dos recursos na compra de empresas estrangeiras e ativos reais, ou a investir em bolsas ou em bônus de empresas, em busca de um retorno maior do que o obtido com os títulos soberanos dos EUA. Dessa forma, países de economia emergente, como China, Coréia do Sul e Rússia, estão criando fundos com recursos de suas reservas cambiais e investindo parte das reservas internacionais na compra de participações acionárias de bancos e empresas de nações desenvolvidas, em detrimento do acúmulo dessas reservas em títulos norte-americanos. São os chamados *Sovereign Wealth Funds* (SWF) ou Fundos de Riqueza Soberana. Os Fundos de Riqueza Soberana, por serem fundos estatais, possibilitam que governos de mercados emergentes se tornem acionistas de companhias dos países desenvolvidos. De fato, segundo Cohen (2009 p.01), “a proliferação dos fundos soberanos tem o potencial de transformar governos locais em um ator fundamental no mercado financeiro global”.

Uma vez que os SWF representam uma diversificação das reservas acumuladas por parte das autoridades monetárias de diversos países, o objetivo do artigo é analisar a formação e a consolidação dos SWF como uma resposta dos países não emissores da moeda reserva num contexto de elevada mobilidade de capital externo.

## O papel do dólar no atual Sistema Monetário Internacional

Um sistema monetário internacional é formado, a cada período da história, pela sua moeda internacional; pelo regime cambial vigente, pelo grau de mobilidade de capitais e pela a dimensão hierárquica desse sistema (PRATES, 2005, p.266).

A hierarquia do sistema monetário internacional implica na existência de uma moeda-chave, que, ao torna-se a moeda reserva do sistema, serve de referência a partir da qual todas as outras moedas se posicionarão, também de forma hierarquizada.

De acordo com o esquema analítico desenvolvido por Cohen (2006, p.04), a escolha da moeda reserva deve contemplar os seguintes atributos, exercidos tanto na função privada como na função pública: meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. No âmbito privado, uma moeda reserva é meio de troca quando ela, devido à sua aceitação disseminada, serve como veículo para as trocas internacionais. Como unidade de conta, ela serve para denominar os preços e os contratos internacionais, inclusive de dívida. Enquanto reserva de valor, a moeda internacional funciona como lastro de riqueza financeira dos diversos investimentos financeiros.

No âmbito público, a moeda reserva cumpre sua função de unidade de conta, na medida em que se torna âncora cambial, ou seja, serve de referência pela qual as outras moedas fixarão o seu valor. Como meio de troca, ela é utilizada como dinheiro capaz de executar as transações internacionais, assim como pode ser utilizada como instrumento de intervenção pelas autoridades monetárias para estabilizar o valor de uma moeda doméstica, funcionando como uma âncora. Finalmente, enquanto reserva de valor, na sua dimensão pública, através dos títulos nela dominados, ela pode ser utilizada como lastro da riqueza financeira mantida pelos bancos centrais.

Cohen (2006, p.09) ressalta que o poder monetário dos Estados Nacionais varia de acordo com sua posição no que ele designa como sendo a Pirâmide Monetária, estreita no topo, com uma ou poucas moedas dominando, e crescentemente larga na base. No topo da pirâmide está o dólar, uma vez que, na hierarquia de moedas atual, somente o dólar desempenha integralmente essas três funções, sendo a moeda predominante nas transações monetárias (meio de troca) e financeiras (unidade de denominação dos contratos), assim como ativo de reserva, uma vez que é considerado o ativo mais líquido e seguro do sistema monetário internacional.

As moedas dos demais países centrais também desempenham funções de meio de troca e unidade de conta. No que diz respeito à função reserva de valor, embora também sejam ativos de reserva nos portfólios dos investidores estrangeiros, atuam de forma secundária. No caso das moedas dos países emergentes, essas não são conversíveis<sup>1</sup>, uma vez que, de forma geral, países emergentes não são capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda. (PRATES, 2005, p.267)

---

1 A conversibilidade de uma moeda nacional está ligada a sua capacidade de desempenhar, no âmbito internacional, as três funções da moeda: meio de pagamento, unidade de conta e ativo de reserva no sistema monetário internacional. Existem, contudo, diferentes graus de conversibilidade, relacionados à posição da moeda na hierarquia monetária.

Carneiro (2002) ressalta que, embora a dimensão hierárquica seja uma característica do sistema monetário internacional desde o padrão-ouro, no caso do atual arranjo monetário e financeiro, baseado no padrão dólar flexível (SERRANO, 2002, p 250), no câmbio flexível e na ampla mobilidade de capital, a hierarquia torna-se mais perversa que nos arranjos anteriores. De acordo com Serrano (2002, p. 250), o padrão dólar flexível difere do padrão dólar-ouro pelo fato de não haver nenhum vínculo entre o dólar e o ouro, ou seja, não existe mais a necessidade de manter alguma paridade entre dólar-ouro. Essa especificidade oferece aos Estados Unidos ampla autonomia para criar liquidez internacional e ampliar o seu endividamento, fornecendo ao país emissor da moeda-chave internacional, um grau ainda maior de autonomia na condução de sua política econômica doméstica. Dessa forma, a ausência da conversibilidade dólar-ouro, permite aos Estados Unidos eliminar qualquer restrição externa, uma vez que eles podem conviver com um déficit permanente em transações correntes sem se preocupar com o seu financiamento, pois o seu passivo “externo” é composto de obrigações denominadas na própria moeda e não conversíveis em mais nada (SERRANO, 2002, p. 251).

Para que os Estados Unidos possam, no entanto, financiar recorrentemente seus elevados déficits externos com a sua própria moeda, é necessário que exista uma elevada demanda internacional por dólares e pelos títulos dominados em dólar. O acúmulo de dólares ao redor do mundo é apenas uma forma de endividamento externo dos EUA. Ao adquirir dólares ou títulos em dólares, os agentes externos estão, como contrapartida, oferecendo crédito à economia dos EUA, sendo que na compra de dólares, o crédito é até sem juros.

A existência de uma moeda reserva no âmbito internacional, e a hierarquia monetária associada a ela, reflete-se nos diferentes graus de autonomia dos países na execução de suas políticas econômicas domésticas. Os países centrais, embora não sejam emissores da moeda-chave, usufruem de um grau de autonomia na condução de suas políticas econômicas maior do que a dos países que estão na base da pirâmide monetária, em função da natureza conversível de suas moedas. Os países emergentes, por serem emissores de moedas não conversíveis possuem menor grau de autonomia na execução de suas políticas. De fato, embora num ambiente de ampla mobilidade de capitais, países emergentes enfrentem períodos tanto de abundância como de escassez de recursos externos, esses países não têm autonomia para adotar as políticas anticíclicas necessárias para reduzir os impactos desses fluxos de capitais sobre o desempenho econômico doméstico.

Dessa forma, considerando a hierarquia monetária num sistema monetário internacional caracterizado pela lógica especulativa e pelas finanças globalizadas e desregulamentadas, um país que possui moeda não conversível ou que esteja na base da pirâmide monetária, precisa aceitar acumular a moeda reserva se quiser participar da economia internacional.

Conclui-se, assim, que o substancial crescimento do valor das reservas nos bancos centrais dos países que possuem moedas não conversíveis pode ser explicado pelos desequilíbrios intrínsecos de um sistema monetário internacional baseado no dólar-flexível como moeda reserva. Este sistema, por um lado, obriga os bancos centrais desses países a acumularem um montante elevado de reservas como defesa contra a volatilidade inerente ao próprio sistema e, por outro lado, permite que o volume de liquidez internacional seja determinado pela condução da política econômica doméstica dos Estados Unidos.

O acúmulo de reservas internacionais nesses países vem desempenhando um papel fundamental na sustentação da demanda agregada dos EUA, uma vez que o destino desse excedente tem sido a compra de títulos públicos americanos. O recente dinamismo econômico dos chamados países emergentes (sobretudo Brasil, China, Rússia e Índia), com forte impacto no comércio internacional vem ampliando o acúmulo de reservas nesses países e, conseqüentemente, o endividamento dos EUA.

É nesse contexto que os países que são grandes detentores de reservas começam a aplicar parte dos recursos na compra de empresas estrangeiras e ativos reais, ou investir em bolsas ou em bônus de empresas, buscando um retorno maior do que o obtido com os títulos soberanos dos EUA. As agências que passam a gerenciar esses processos são chamadas de *Sovereign Wealth Funds* (SWF) ou Fundos de Riqueza Soberana.

## Os Fundos de Riqueza Soberana

O ciclo econômico recente, interrompido pela crise *subprime*, foi caracterizado pelo favorável desempenho econômico dos chamados países emergentes (como a China e a Índia), impactando fortemente o comércio internacional e mantendo elevados os preços das *commodities* agrícolas, metálicas e de fontes de energia (petróleo e gás natural). Desta forma, associado ao dinamismo econômico internacional, o que ocorre é um novo ciclo de abundante liquidez internacional

explicado pela manutenção de baixas taxas de juros nas principais áreas monetárias internacionais (dólar, euro e iene). Esse contexto internacional tem permitido a vários países em desenvolvimento acumular superávits na conta corrente e no Balanço de Pagamento, de forma a acumular excessivo volume de reservas internacionais.

O acúmulo excessivo de reservas internacionais, no entanto, tem implicado em complexas conseqüências para países em desenvolvimento. Em primeiro lugar, ressalta-se o desalinhamento entre as moedas, através do fortalecimento da moeda local. O fortalecimento de suas moedas, por sua vez, torna as exportações mais caras e com impactos na competitividade de seus produtos transacionáveis. Ressalta-se também que, a fim de reduzir a pressão inflacionária gerada pelo excesso de reservas internacionais, alguns países em desenvolvimento precisam emitir títulos nos mercados locais para tirar dinheiro de circulação, pagando juros altos.

Embora o acúmulo de reservas tenha custos, num sistema monetário internacional, caracterizado pela existência de uma hierarquização das moedas e livre mobilidade de capitais, a opção por não acumular reservas, como forma de estabilizar a taxa de câmbio, no entanto, é uma opção possível apenas para o país emissor da moeda dominante, ou seja, os Estados Unidos. Em outras palavras, para aqueles países que não são emissores das moedas que estão no topo da hierarquia, o acúmulo de reservas internacionais torna-se a principal alternativa a fim de reduzir a vulnerabilidade frente a choques externos adversos e a movimentos especulativos do capital financeiro internacional, permitindo, portanto, a esses países, maior autonomia na execução de suas políticas econômicas internas. (CARNEIRO, 2002).

Diante desse contexto de excesso de reservas, os bancos centrais desses países periféricos começam a se preocupar em como administrar suas reservas em moedas estrangeiras. De um modo geral, parte substancial destas reservas de câmbio é aplicada em produtos financeiros sem riscos e rapidamente mobilizáveis, como os títulos de curto prazo do Tesouro dos EUA. O problema é que essas reservas têm um custo de carregamento, basicamente dado pela diferença entre o seu custo de oportunidade e a rentabilidade obtida (LACERDA, 2007). As aplicações em papéis do Tesouro americano são aplicações com segurança e com alta liquidez, porém de baixa rentabilidade. Além disso, essas aplicações estão perdendo valor, primeiramente, devido ao declínio do dólar e, também, devido ao próprio aumento das reservas. De fato, à medida que os países emergentes passaram a acumular reservas em excesso, o aumento da demanda por títulos do

Tesouro americano tem reduzido os juros de longo prazo, tornando essa atividade menos rentável. O nível atual das reservas ultrapassa largamente as normas internacionais que consideram que reservas equivalentes a um quarto das importações anuais sejam suficientes. As reservas da Coreia do Sul, por exemplo, são superiores a um ano das importações da China (CARTA MAIOR, 2010).

O fato de que o acúmulo excessivo de reservas, por um lado, gere impactos negativos para o país, mas, ao mesmo tempo, seja um mal necessário num sistema monetário hierarquizado e marcado por livre mobilidade de capital, levou os bancos centrais desses países a buscar alternativas de gestão dessas reservas, de tal forma que parte dessas reservas está sendo canalizadas para a aquisição de diferentes tipos de ativo em carteiras administradas por fundos soberanos. Dessa forma, países que são grandes detentores de reservas começam a aplicar parte dos recursos na compra de empresas estrangeiras e ativos reais, ou investir em bolsas ou em bônus de empresas, em busca de um retorno maior do que o obtido com os títulos soberanos dos EUA. Países de economia emergente, como China, Coreia do Sul, estão criando fundos com recursos de suas reservas cambiais e investindo parte das reservas internacionais na compra de participações acionárias de bancos e empresas de nações desenvolvidas.

Cagnin et al (2008 p.7) destacam que não existe uma definição consensual para os *sovereign wealth funds*, sendo esses, muitas vezes, confundidos com os fundos de estabilização e os *saving funds*. Segundo os autores, no entanto, a distinção conceitual deve ser feita, uma vez que existem diferenças nos objetivos e na forma de captação de recursos.

Os *Saving Funds* são fundos formados a partir da tributação das atividades relacionadas a recursos naturais com objetivo de conservação da riqueza para gerações futuras. Muitos países que tem sua principal exportação baseada em riqueza não-renovável (petróleo, cobre ou gás natural) criaram um fundo cambial com o objetivo de garantir o direito de apropriação dessa riqueza, agora sob a forma de ativos financeiros, pelas gerações futuras. São exemplos dos *saving funds* o *Future Generations Fund*, criado em 1976, pelo governo do Kuwait, a partir do seu fundo de estabilização, o *Alaska Permanent Fund*, também de 1976. O fundo norueguês, inicialmente denominado *Government Petroleum Fund* e hoje chamado de *Government Pension Fund – Global* (GPF-G), consiste num fundo de estabilização, mas que também possui o objetivo de conservação intergeracional de riqueza.

Os fundos de estabilização foram criados por países cujas economias são dependentes da exportação de produtos sujeitos as oscilações de preço, como,



por exemplo, os países exportadores de petróleo, como Emirados Árabes, Kuwait, Irã, Noruega, Rússia, Venezuela, Trinidad e Tobago. O Chile é outro exemplo de país que adotou os fundos de estabilização devido a sua dependência em relação ao cobre. Durante os períodos de ampliação das exportações, ampliam-se, também, as transferências ao fundo, que são redirecionadas ao sistema financeiro internacional, reduzindo, assim, a tendência a valorização da moeda doméstica. Nos períodos de redução das exportações, com a consequente redução da entrada de divisas, ampliam-se as transferências de recursos do fundo para o orçamento público, contrabalançando a queda da receita do governo, devido ao peso da commodity na economia, além de reduzir a tendência à desvalorização cambial.

Observa-se que, mesmo que a busca por maiores rendimentos não seja o objetivo principal dos *saving funds* ou dos fundos de estabilização, o baixo rendimento de ativos menos arriscados, incluindo os títulos do Tesouro dos Estados Unidos, tem conduzido esses fundos a agir de forma semelhante aos *sovereign wealth funds*, ou seja, na busca de uma maior diversificação das aplicações.

Os *Sovereign Wealth Funds* representam uma estratégia mais arrojada de administração das reservas. Eles são constituídos por meio de transferências de parte das reservas oficiais existentes. No que diz respeito à gestão das reservas, esses fundos possuem uma gestão própria, frequentemente parecidas com a gestão de fundos de investimentos privados, aplicando as reservas em investimentos mais rentáveis que os títulos de dívida pública dos países desenvolvidos, especialmente aqueles emitidos pelo Tesouro americano.

Segundo dados do *Monitor Group* em parceria com a *Fondazione Eni Enrico Mattei*<sup>2</sup> (2009, p.11), o valor total das transações feitas por fundos soberanos saltou de US\$ 4 bilhões em 2000 para US\$ 128 bilhões no ano de 2008. Embora o FMI estime que as reservas desses fundos ainda não sejam muito elevadas se comparadas às reservas internacionais em posse de instituições privadas – cerca de US\$ 3 trilhões frente US\$53 trilhões no portfólio de investidores institucionais – elas estão em constante crescimento e chegaram ao maior acumulado da história, segundo

---

2 O *Monitor Group* é uma agência não governamental com mais de 1500 funcionários espalhados pelo mundo que oferece uma gama de serviços de análise econômica a diversas companhias globais. Foi feita uma parceria entre o grupo com a Fundação Eni Enrico Mattei, que é um instituto de pesquisa para o desenvolvimento sustentável. Ela foi reconhecida pelo governo italiano em 1989 e hoje prove análises nas mais diversas áreas econômicas com o intuito de promover o desenvolvimento econômico sustentável.

o *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI)<sup>3</sup>, em dezembro de 2010 (US\$ 4 trilhões). Estima-se também que estas mesmas reservas passem a girar em torno de US\$ 12 trilhões em 2012, o que representará cerca de 5% da riqueza global (FREITAS, 2009, p.130). Vale destacar que hoje 70% do montante de ativos em posse dessas instituições estão concentrados no principal fundo chinês, no fundo saudita, nos fundos dos Emirados Árabes e no fundo de Cingapura.

Outros números expressivos de transações recentes comprovam o crescente papel deste tipo de fundo no cenário econômico internacional, sobretudo durante a crise *subprime* e a posterior crise econômico-financeira. Segundo o *Monitor Group* (2009, p.11), foram efetuadas 175 transações envolvendo fundos soberanos em 2008, ano da crise financeira, o que corresponde a um aumento de 10% se comparado aos dados de 2007. Destaca-se, também, o fato de que no início de 2008, quando os bancos comerciais dos EUA necessitaram de liquidez, foram registrados os maiores valores de investimento por parte dos fundos, justamente no setor bancário. Esta tendência já vinha sendo apresentada desde o final de 2007. Desta maneira, do final de novembro de 2007 até janeiro de 2008, os fundos soberanos investiram cerca de US\$ 60 bilhões em grandes bancos ocidentais. Foi o caso da ADIA (*Abu Dhabi Investment Authority*) que comprou 4,9% dos ativos do *Citigroup* por US\$ 7,5 bilhões e do CIC (*China Investment Corporation*) que por US\$ 5 bilhões adquiriu 9,9% das ações do *Morgan Stanley*<sup>4</sup>.

Embora as atividades dos SWF<sup>5</sup> tenham sofrido uma retração após a crise financeira de 2008 e 2009, estas já demonstravam sinais de recuperação na segunda metade de 2009. O segundo semestre daquele ano respondeu por 85% do volume total de transações em 2009 (MONITOR, 2009, p.11). Vale ressaltar que, embora os fundos mais ativos neste período tenham sido o fundo chinês e o fundo de Cingapura, a maior transação de um SWF em 2009 foi realizada pelo QIA (*Qatar Investment Authority*), ao comprar US\$ 32 bilhões em ativos no setor de infraestrutura do seu próprio país. Percebe-se, assim, a maleabilidade no portfólio de investimentos por parte dos fundos que aumentaram as aplicações na área de infraestrutura e diminuíram expressivamente os investimentos no setor financeiri-

---

3 Organização designada a estudar os Fundos Soberanos e seu impacto nos diferentes regimes internacionais. Para maiores informações vide <[www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org)>

4 Dados disponíveis no site do Sovereign Wealth Fund Intitute: <<http://www.swfinstitute.org/statistics-research/subprime-report/>>

5 Segundo o *Monitor Group* foram registrados 113 investimentos praticados por fundos acumulando um total de US\$68,8 bilhões, quase da metade do valor dos investimentos em 2008 que chegaram ao acumulado de US\$ 128 bilhões.

ro, altamente prejudicado pela crise. De fato, os investimentos em bancos, especialmente europeus e norte-americanos, passaram de US\$ 80 para US\$ 10 bilhões em 2009. Já os investimentos na área de engenharia, telecomunicação e tecnologia sofreram aumentos expressivos, sobretudo devido à mudança de atuação do CIC (*China Investment Corporation*).

Na seção seguinte serão apresentados alguns dos principais Fundos Soberanos: o Fundo Chinês *China Investment Corporation* (CIC) e alguns fundos do Golfo Pérsico (Ou Golfo da Arábia), como o ADIA (*Abu Dhabi Investment Authority*) o KIA (*Kwait Investment Authority*), o QIA (*Qatar Investment Authority*) bem como o SAMA (*Saudi Arabian Monetary Agency*).

## O caso Chinês

A China merece especial destaque em qualquer análise de atuação econômica internacional devido ao tamanho de sua economia. Os SWF chineses não são diferentes, pois a China possui diferentes fundos que figuram entre os maiores do planeta. Independente da fonte e da definição que se possa dar ao que são fundos soberanos, dois deles, o *National Social Security Fund* (NSSF), e o *China Investment Corporation* (CIC) estão no topo de qualquer ranking referente ao tamanho e importância do fundo.

O NSSF, criado em 2000, com a finalidade de reinvestir internamente derivativos governamentais, vem expandindo seus investimentos no exterior, especialmente na área de *private equity*.

O CIC, criado recentemente, vem ganhando destaque dentre os maiores SWF do mundo. Segundo o *Monito Group* (2010, p.13), o CIC perdeu apenas para o Fundo de Cingapura em número de transações abertas efetuadas em 2009, além de ter aumentando em 55% o valor de seus ativos, chegando ao acumulado de US\$ 295 bilhões.

Em março de 2007 o governo chinês anunciou que criaria um fundo soberano para administrar de maneira mais eficaz as reservas cambiais do Estado, uma vez que as reservas, que na época já eram de cerca de US\$ 1,5 bilhões, provocavam desajustes econômicos. Nesse contexto, a criação de um fundo de investimento mais dinâmico, com um portfólio mais amplo, buscando investimentos de maiores risco e retornos, representava uma opção mais rentável à aplicação das reservas em títulos da dívida pública americana (MARTIN, 2008, p.1). O *Chi-*

na *Investment Corporation, Ltd* (CIC) foi instituído em 27 de setembro de 2007, com um capital inicial de US\$ 200 bilhões, o que já o colocava dentre os maiores SWF do planeta. Contudo, não foram apenas os valores iniciais que chamaram a atenção internacional para este agente: durante a crise *subprime*, o CIC ganhou destaque ao adquirir, já em dezembro de 2007, 9,9% da firma de financiamentos estadunidense Morgan Stanley pela quantia de US\$ 5 bilhões, justamente no momento em que muitas instituições financeiras vinham passando por fortes problemas estruturais.

## Os Fundos do Golfo Pérsico

Uma característica similar aos casos que serão agora apresentados é que estes fundos se enquadram em mais de uma das definições acima apresentadas. Por um lado, a forma de captação de recurso, partir da tributação das atividades relacionadas a recursos naturais com objetivo de conservação da riqueza para gerações futuras, os aproxima dos *Saving Funds*; por outro lado, a política de investimentos mais agressiva de alguns desses agentes permite classificá-los também como Fundos de Riqueza Soberana. Por fim, eles poderiam ainda ser classificados de acordo com os critérios acima apresentados como fundos de estabilização, considerando a inconversibilidade das moedas dessas nações.

### O caso do Kwait

O *Kwait Investment Authority* (KIA) foi criado em 1953 e é hoje o Fundo Soberano mais antigo em atividade. O fundo figura entre os maiores do mundo, com um capital total de cerca de US\$ 300 bilhões<sup>6</sup>. A origem deste capital advém dos lucros relativos à venda do petróleo e outros recursos naturais. O KIA foi criado com o objetivo de beneficiar as gerações futuras, ou seja, busca-se administrar parte dos lucros da exportação petrolífera e reinvesti-los em investimentos de portfólio, de forma a garantir, no mínimo, a manutenção dos valores investidos. Além do fundo para as gerações futuras, o KIA também administra hoje o fundo geral de reservas do país, que possui capital investido tanto internamente como em ações em empresas globais. Analisados separadamente, contudo,

---

6 Sovereign Wealth Fund Institute, outubro de 2011.

percebe-se que o fundo para as gerações futuras possui um capital muito superior ao fundo de reserva, ou seja, ao Fundo Soberano.

Atualmente, o KIA segue uma política de investimentos mais conservadora, devido sua finalidade histórica de fundo estabilizante. Embora a instituição tenha capital investido internacionalmente, a maior parte deste direciona-se aos investimentos de longo prazo, os quais geram lucros pequenos (até recentemente a maior parte dos investimentos era feita em companhias estadunidenses). Tal política mantém o fundo estável, capitalizado e com uma boa reputação internacional. Além disso, o governo do país se compromete a transferir, anualmente, para o fundo, 10% dos lucros relacionados ao petróleo para as gerações futuras, promovendo, assim, o constante crescimento do fundo, mesmo em épocas de crise econômica.

No contexto da crise financeira o fundo aparentemente modificou sua política de investimentos, tornando-a, em certa medida, mais arriscada e especulativa. Dessa forma, o fundo investiu US\$ 3 bilhões no Citigroup e US\$ 2 bilhões no *Merril Lynch*, duas grandes instituições financeiras que vinham sofrendo grandes perdas de capital no decorrer da crise *subprime*. Nos últimos dois anos o fundo manteve uma atuação menos conservadora. Acredita-se que as mudanças na política de investimentos sejam consequência tanto da queda do preço do barril de petróleo quanto da crise econômica, a qual diminuiu ainda mais os lucros daqueles investimentos considerados mais estáveis (SETSER e ZIEMBA, 2009, p.23). As previsões hoje são de que o KIA, neste momento de incerteza econômica internacional, tenda a atuar mais intensamente no mercado regional transferindo parte de suas reservas espalhadas pelos continentes para investimentos internos. Um forte reflexo desta tendência foi a venda dos ativos atrelados ao Citigroup, adquiridos durante a crise. O fundo possuía uma participação de 5% na instituição financeira e vendeu-a, gerando um lucro de US\$ 1,1 bilhão, o qual tende a ser reinvestido regionalmente (SETSER e ZIEMBA, 2009, p.23).

### O caso do Qatar

O *Qatar Investment Authority* (QIA) foi fundado em 2005 pelo governo nacional com o objetivo de diversificar a economia do país. Ele é o mais novo e o menor dos Fundos Soberanos da região, estima-se que tenha atualmente um capital de cerca de US\$ 65 bilhões (SETSER e ZIEMBA, 2009, p.24). O Qatar, assim como a maioria dos países da região, é um grande exportador de energias

não renováveis. A EIA (*Energy Information Administration*) estima que o país tenha em seu solo 9% (terceira maior reserva global) do total de reservas de gás natural do planeta<sup>7</sup>, o que faz com que o Qatar figure entre os maiores exportadores globais desta fonte energética. O fundo foi criado com o objetivo de reinvestir parte das reservas cambiais do país, tanto internamente quanto internacionalmente (especialmente na Europa), como forma de reduzir os efeitos da volatilidade dos preços internacionais dos recursos energéticos (o país além de ser um grande exportador de gás natural também possui reservas de petróleo).

Nos últimos anos o fundo mostrou uma atuação atípica, quando comparado à política financeira de outras instituições semelhantes. Com o objetivo de obter ganhos rapidamente, o QIA destinou boa parte do seu portfólio a investimentos de maiores riscos, tornando-se assim um grande exemplo de Fundo Soberano. Mostra disto é o alto grau de investimentos por parte desta instituição em bancos europeus, mesmo no desenrolar da crise financeira de 2007. O fundo tem 40% das suas reservas em dólares investidos na Europa, com especial destaque para o mercado do Reino Unido.

Com o decorrer da crise recente, o fundo sofreu perdas relativamente grandes devido a sua política financeira mais agressiva, porém, graças aos contínuos superávits comerciais, o fundo mantém-se capitalizado para promoção de novos investimentos.

### O caso da Arábia Saudita

O fundo soberano da Arábia Saudita foi criado em meados de 2008 e está diretamente ligado ao *Saudi Arabian Monetary Agency* (SAMA), o órgão do governo que controla a economia nacional. O SAMA, diferentemente dos outros fundos, não é uma instituição independente, administrada por agentes privados que possam, ou não, ter um vínculo com o governo nacional. Pelo contrário, ela está diretamente ligada à administração pública nacional, o que a torna um caso muito específico, muitas vezes nem chegando a ser considerado um fundo soberano por algumas instituições, como é o caso do *Monitor Group* que não o enquadra no seu conceito de Fundo Soberano.

Desde sua criação, a principal característica da política econômica desse agente no decorrer desses últimos anos tem sido o conservadorismo. A quantia de

---

7 Disponível em: <<<http://www.eia.doe.gov/emeu/international/reserves.html>>> acessado em: 10/08/2010

cerca de US\$ 5 bilhões iniciais do fundo ficou muito abaixo das expectativas internacionais quanto ao possível tamanho do capital dessa instituição<sup>8</sup>, considerando que a Arábia Saudita possui a maior economia da região do golfo.

Outro aspecto que permite a este fundo atuar de maneira menos arriscada é o fato de que a SAMA já havia criado, nos anos 70, uma outra instituição, a *Saudi Arabia's Public Investment Fund* (PIF), que independentemente desse novo fundo, já possui um capital de cerca de US\$ 380 bilhões distribuídos em investimentos internos e em ações em companhias de mais de 26 nações ao redor do planeta. O PIF ficou encarregado de criar o Fundo Soberano saudita e de auxiliá-lo no início de suas atividades, porém, as instituições teriam focos de investimento distintos bem como organizações administrativas próprias.<sup>9</sup>

Por ser um agente diretamente ligado ao banco central, a SAMA administra não somente o seu capital inicial de US\$ 5 bilhões, mas pode gerir também outras reservas nacionais como reservas cambiais, fundo de pensão e receitas que podem ou não virar ativos de reserva, ou seja, o fundo administraria na verdade um montante em torno de US\$ 500 bilhões.

### O caso de Abu Dhabi (EAU)

O *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA) é uma instituição inicialmente atrelada ao governo de Abu Dhabi, mas que em 1976 ganhou a configuração atual de organização independente. O ADIA recebe divisas diretamente dos excedentes da companhia petrolífera estatal – a *Abu Dhabi National Oil Company* (ADNOC) – e reinveste em diferentes tipos de ativos, internacionalmente.

Esse fundo passou a ganhar destaque no cenário econômico internacional em meados da primeira década dos anos 2000, justamente no período em que os Fundos Soberanos também ganhavam relevância internacional. Tal coincidência de fatos não se deu por mero acaso: no transcorrer da primeira década do século XXI este fundo recebeu um elevado capital da ADNOC e investiu pesadamente em ações, especialmente na Europa e nos mercados emergentes ao redor do planeta, os quais geraram excelentes taxas de lucro até meados de 2007, quando se inicia o processo de baixa no ciclo econômico internacional. Estima-se que

---

8 Para maiores detalhes sugere-se a leitura da reportagem *Saudis to launch \$5.3bn sovereign fund* disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/b6a50b1e-1563-11dd-996c-0000779fd2ac.html>> acessado em: 14/08/2010

9 Informações disponíveis em: <http://www.swfinstitute.org/swfs/public-investment-fund/>. Acessado em 27/09/2010.

o fundo tenha aumentado seu capital em mais de US\$ 300 bilhões em apenas 4 anos (SETSER; ZIEMBA, 2009, p.21). A aquisição de 7,5 bilhões em ações no Citigroup, no final de 2007, comprova a força que o fundo ganhou ao longo da década. Com a crise econômica financeira, contudo, o ADIA sofreu fortes perdas de capital, especialmente nos mercados imobiliário e de ações, que foram mais atingidos pela crise.

Ao divulgar seu primeiro relatório público em 2010, referente às atividades de 2009, o Fundo manteve a política de não apresentar seus investimentos, lucros e perdas, nem o capital total que administra atualmente, porém alguns dados interessantes foram apresentados: 80% dos ativos do ADIA são administrados por outros fundos, monitorados constantemente pelo Fundo Soberano, bem como 60% dos ativos estão atrelados a algum tipo de indexador internacional (porém não foram apresentados nem quais são os fundos que administram os ativos nem quais são os indexadores). Além disso, o amplo portfólio divulgado mostra que cerca de 50% do capital do ADIA está aplicado em ações, tanto em países desenvolvidos quanto em emergentes. Ressalta-se, também, que, enquanto a Europa e os mercados emergentes são o destino de cerca de 40% dos ativos do fundo, a América do Norte é a região para onde é destinado quase metade do capital total do fundo. (SETSER; ZIEMBA, 2009, p.19)

## Conclusão

O substancial crescimento do valor das reservas nos bancos centrais dos países que possuem moedas não conversíveis pode ser explicado pelos desequilíbrios intrínsecos de um sistema monetário internacional baseado no dólar-flexível como moeda reserva que, por um lado, obriga os bancos centrais desses países a acumularem um montante elevado de reservas como defesa contra a volatilidade inerente ao próprio sistema e, por outro lado, o padrão dólar flexível permite que o volume de liquidez internacional seja determinado pela condução da política econômica doméstica dos Estados Unidos.

Nesse contexto, embora o acúmulo de reservas tenha custos, num sistema financeiro integrado, marcado por crescente volatilidade e mobilidade dos fluxos de capitais, para aqueles países que não possuem moedas conversíveis e, portanto, mais sujeitas aos ataques especulativos, a estratégia de acumular reservas tornou-se um mal necessário, uma vez que oferece proteção contra alterações no



atual contexto de excesso de liquidez, permitindo a esses países usufruir de maior autonomia na execução de suas políticas econômicas domésticas.

Diante desse contexto de excesso de reservas, os bancos centrais desses países periféricos começam a se preocupar em como administrar suas reservas em moedas estrangeiras. Parte substancial tem sido aplicada em títulos de curto prazo do Tesouro dos EUA. Embora essas sejam aplicações seguras, são de baixa rentabilidade. Além disso, à medida que os países emergentes passaram a acumular reservas em excesso, o aumento da demanda por títulos do Tesouro americano tem reduzido os juros de longo prazo, tornando as reservas ainda menos rentáveis.

Conclui-se assim que embora os elevadíssimos superávits obtidos recentemente por vários países emergentes sejam fruto, em parte, do excesso de liquidez internacional decorrente da condução da política monetária dos Estados Unidos, a recente proliferação dos fundos soberanos é uma alternativa para que países não emissores da moeda reserva possam manter algum grau de autonomia na execução de suas políticas econômicas domésticas, dentro de um arranjo financeiro internacional ancorado no dólar como moeda reserva e na elevada mobilidade de capital externo.

## Referências bibliográficas

- ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY. **ADIA review 2009**. Disponível em: [http://www.adia.ae/en/pr/Annual\\_Review\\_Website2.pdf](http://www.adia.ae/en/pr/Annual_Review_Website2.pdf)
- ALMEIDA, J.S.G; CAGNIN, R.F; CINTRA, M.A.M; FAHRI, M. **O debate em torno dos fundos cambiais: experiências internacionais**. In: Textos para Discussão IE/UNICAMP, n.150, 2008.
- BAER, Monica et. Al. **Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional** In: Economia e Sociedade. n.4 p. 79-126, 1994
- BECK, Roland; FIDORA, Michael. **The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets**. Disponível em: <http://www.springerlink.com/content/a484171781381242/fulltext.pdf>
- CAGNIN, Rafael F; CINTRA, Marcos Antonio M; FAHRI, Maryse; ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de. **O Debate entorno da criação de um Fundo Cambial no Brasil** In: Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 152, nov. 2008
- CARNEIRO, Ricardo. **O dólar e seus rivais**. In: Observatório da Economia Global (CECON) n.01 abr. 2010

- CARNEIRO, Ricardo. **Globalização e inconvertibilidade monetária**. In: Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n.120, ago.2007
- CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: Editora UNESP, IE-Unicamp, 2002.
- [...] Carta Maior set.2010 disponível em: <http://www.cartamaior.com.br/templates/index.cfm>
- CHINA INVESTMENT CORPORATION. **Annual Report 2008**. Disponível em: [http://www.swfinstitute.org/research/CIC\\_2008\\_annualreport\\_en.pdf](http://www.swfinstitute.org/research/CIC_2008_annualreport_en.pdf)
- CHINA INVESTMENT CORPORATION. **Annual Report 2009**. Disponível em: [http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC\\_2009\\_annualreport\\_en.pdf](http://www.china-inv.cn/cicen/include/resources/CIC_2009_annualreport_en.pdf)
- COHEN, Benjamin J. **The Future of Reserve Currencies**. In: Finance & Development Washington, D.C: International Monetary Fund v. 46 n. 3. Set. 2009. Disponível em: [http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/recent/pdfs/Fin\\_and\\_Dev\\_9-09.pdf](http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/recent/pdfs/Fin_and_Dev_9-09.pdf)
- COHEN, BENJAMIN J. **Sovereign Wealth Funds and National Security: The Great TradeOff**. In: International Affairs 2009. Disponível em: <http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/recent/index.html>. Acesso em: 23/09/2010
- COHEN, BENJAMIN J. **The Macrofoundations of Monetary Power**. In: *International Monetary Power*. David M. Andrews (ed.), Cornell University Press: 2006. Disponível em <http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/recent/index.html>. Acesso em: 23/09/2010
- COHEN, BENJAMIN J. **Currency and state power**. Disponível em: <http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/working/pdfs/krasner.pdf>.
- EICHENGREEN, B. **The dollar dilemma**. In: Foreign affairs. setembro/outubro 2009. Disponível em: <http://www.foreignaffairs.com/articles/65241/barry-eichengreen/the-dollar-dilemma>
- FREITAS, M. C. P. . **Fundos de riqueza soberana**. In: Geraldo Biasoto Junior; Luis Fernando Novais; Maria Cristina Penido de Freitas. (Org.). Panorama das Economias Internacional e Brasileira: dinâmicas e impactos da crise global. 1 ed. São Paulo: Fundap, 2009, v. 1, p. 125-137
- INTERNATIONAL Monetary Fund. **Global Financial Stability Report**, September 2007, Annex 1.2. Sovereign Wealth Funds. Washington D.C. Disponível em: [www.imf.org](http://www.imf.org)
- INTERNATIONAL Monetary Fund, **Sovereign Wealth Fund: a work agenda**. Washington D.C 2008. Disponível em: [www.imf.org](http://www.imf.org)
- KERN, Steffen. **Sovereign wealth funds: state investment on the rise**. In: Deutsche Bank Research, September 2007, p. 1-20.
- LACERDA, Antônio Correa de. Fundos soberanos. Disponível em: [www.terraerramagazine.terra.com.br/interna/0,,OI2038588-EI7095,00.html](http://www.terraerramagazine.terra.com.br/interna/0,,OI2038588-EI7095,00.html). Acesso em 03 de novembro de 2007.
- MARTIN, F. Michael. **China's Sovereign Wealth Fund**. In: Congressional Research Service – Report for Congress Order code RL34337, Janeiro 2008.

- MONITOR GROUP **Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008**. Disponível em: <http://www.monitor.com/tabid/69/ctl/ArticleDetail/mid/705/CID/20092005123158795/CTID/1/L/en-US/Default.aspx>. Acesso em: 30/09/2010
- MONITOR GROUP **Back on course: Sovereign Wealth Fund activity in 2009**. Disponível em: <http://www.monitor.com/tabid/69/ctl/ArticleDetail/mid/705/CID/20101305154110429/CTID/1/L/en-US/Default.aspx>. Acesso em 05/10/2011.
- OCAMPO, José A. **Reforming The Global Reserve System**. In: JONES, S. G.; OCAMPO, José A; STIGLITZ, Joseph E. (ed.) *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, New York: Oxford University Press. 2009.
- PRATES, Daniela M. **As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional** In: *Revista de Economia contemporânea*. Rio de Janeiro v.9 n.2 Mai./Ago. 2005. p. 263 – 288.
- SERRANO, F. **Do ouro imóvel ao dólar flexível**. In: *Economia e Sociedade*, v. 11, n. 2 (19), jul./dez. 2002, p. 237-253.
- SETSER, Gerard; ZIEMBA, Rachel. **GCC sovereign funds: reversal of fortune**, In: Council on foreign relation. Nova York, 2009. Disponível em: <http://www.sovereignwealthfundsnews.com/statistics.php>. Acesso em: 21/09/2010
- STIGLITZ, J. **Death cometh for the Greenback** *The National Interest*, Disponível em: <http://nationalinterest.org/article/death-cometh-for-the-greenback-3282>
- U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Sovereign wealth funds. Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies**. In: Office of International Affairs. June 2007. Annex III. Disponível em: <http://www.treasury.gov>. Acesso em: 08/10/2010
- WALTER, Norbert. **US dollar weakness: Temporary low or the end of an era?** In: Group Internal Communications, nov. 2007. Disponível em: [http://www.dbresearch.de/PROD/DBR\\_INTERNET\\_DEPROD/PROD000000000218363.pdf](http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DEPROD/PROD000000000218363.pdf).