

Fundos Soberanos de Riqueza: Capacidades Estatais para Lidar com o Sistema Financeiro Globalizado

Fernando Amorim Teixeira¹

Introdução

Os Fundos Soberanos de Riqueza (FSR) se destacaram como objeto de análise de cientistas políticos, economistas, geógrafos e outros interessados no tema, no fim dos anos 2000, especificamente nos anos que circundaram a crise de 2007/2008. A maioria das análises, é verdade, carregavam consigo um viés de preocupação – se assim se pode dizer. Diante do tamanho e dos movimentos tidos como “menos convencionais” por parte de alguns fundos, pairava no ar certa desconfiança quanto aos objetivos de alguns países por detrás desses mecanismos de investimentos. Na prática, a desconfiança se colocava sobre fundos “não-ocidentais” (chineses, russos, etc.) e, sendo o mercado financeiro culturalmente ocidentalizado, houve rápida reação para que se criassem princípios e regras de boa conduta o que, aparentemente, foi suficiente para acalmar os mais desconfiados.

Os fundos, no entanto, continuaram a se proliferar desde a crise financeira internacional e vêm crescendo mais do que outros instrumentos de gestão de ativos no âmbito global nos últimos anos. Importante lembrar que, devido as suas conformações próprias e ambiente de atuação, estes instrumentos estão inerentemente circunscritos a um espaço de intersecção, sendo oriundos tanto da estrutura do sistema monetário e financeiro internacional (o poder da moeda) quanto das conjunturas - especialmente aquelas relacionadas a preços de commodity e principalmente ao preço do Petróleo e Gás - e buscam gerir as divisas com propósitos e de forma diferenciada do que fazem os bancos centrais com as reservas internacionais.

No intuito de elaborar um arcabouço teórico capaz de captar o papel dos Fundos Soberanos de Riqueza dentro da hipótese levantada nesse trabalho, se buscará desenvolver alguns conceitos, a partir das relações entre as moedas, seus impactos nos fluxos e as burocracias estatais criadas para lidar com a gestão dos excedentes em moeda estrangeira. O descompasso de poder verificado no fim dos anos noventa quando do ataque especulativo à libra esterlina em 1992 e contra Tailândia, Indonésia, Coreia do Sul, Rússia, dentro outros, demonstrou que os Estados estavam dentro de um jogo especulativo muito mais complexo, capaz de quebrar as economias locais sem maiores constrangimentos. Não bastava adotar políticas fiscais e monetárias austeras ou apresentar resultados

¹ Mestrando em Economia Política Internacional, PEPI-UFRJ

positivos economicamente, ficava evidente ao mundo, já naquele momento, que os ajustes impostos pelos fluxos internacionais não seriam os corretivos necessários a governos “irresponsáveis”, senão parte de algo muito maior onde ninguém estava de fato preparado para enfrentar.

Neste contexto, uma série de mudanças na forma de administrar as contas externas se aceleraram para países emergentes e desenvolvidos, sendo o acúmulo de moedas estrangeiras e a gestão diferenciada dessas divisas, peças importantes da nova realidade. Diante disso, buscou-se através de uma macroeconomia da gestão diferenciada, mecanismos com características comuns entre os diversos países, guardando, porém, relação com a trajetória e as vulnerabilidades de cada Estado em si. Esses aparatos singulares se desenvolveram velozmente desde meados dos anos noventa e algumas de suas características precisam ser melhor elucidadas para compreendê-las como capacidades estatais tal qual se busca.

Como base teórica, entende-se a necessidade de uma conceituação sobre poder, moeda e hierarquias, num resgate histórico acerca da moeda estatal, do território, do Estado e do mercado, passando para as funções da moeda nos dias de hoje na esfera internacional e seus diferentes usos público e privado. As relações de poder oriundas dessas características (em outras palavras, a hierarquia existente entre as moedas) impõem ao jogo das trocas - ou dos fluxos - uma nova dinâmica global, com impactos diferenciados em cada país e que guardam relação com as determinantes políticas, e não apenas econômicas, o que, conseqüentemente, impõe uma resposta institucional dos Estados. As diferentes noções territoriais são importantes pois a literatura sobre capacidades estatais normalmente trabalha a atuação interna da burocracia estatal, diferentemente dos Fundos, que atuam majoritariamente externamente, ainda que os objetivos trabalhem com questões domésticas.

Na tentativa de aprofundar um pouco o dilema dos Estados em gerir divisas externamente, entende-se que a questão pode ser encarada como um “problema das transferências” às avessas². Desta realidade, os Estados, ainda que por razões defensivas, decidiram criar fundos próprios com desenhos específicos e objetivos diferenciados e que atuam internacionalmente, em sua maioria, de forma muito similar aos fundos privados. Posteriormente, se fará uma revisão teórica sobre Capacidades Estatais, ou burocracias e governanças para lidar com o problema do desenvolvimento.

² Que se configuraria não em haver dificuldades em ter acesso a divisas para arcar com suas obrigações, bancar importações ou outros compromissos, mas sim de uma necessidade de mantê-las fora do país, evitando que uma inundação de moeda estrangeira se materialize em desbalanços macroeconômicos domésticos.

1. Poder, Moeda e Hierarquia

A relação indissociável entre poder e moeda vem sendo discutida há mais de um século na literatura econômica e política. O território como expoente de um poder da moeda domesticamente passa, historicamente, pela imposição de regras de organização social na busca por garantir o domínio sobre os diferentes grupos que compõe uma unidade territorial. Como elemento fundamental deste regramento, os tributos foram se desenvolvendo paulatinamente para sustentar o poder de um soberano e expandi-lo através das guerras e conquistas.

Considerado por muitos como o criador da Teoria Estatal da Moeda, Knapp (1924) utiliza-se de elementos da ciência política e da geografia para construir uma teoria sobre a moeda criada pelo poder político soberano dentro de determinado território. Segundo esta visão, alterar a unidade de conta de tempos em tempos, estaria sob a alçada desta autoridade soberana que, inclusive, teria o poder absoluto de determinar a taxa de conversibilidade entre as diferentes unidades³. Desse arranjo eminentemente político, nasce o conceito de Moeda Cartal, que teria como característica fundamental sua validade advinda eminentemente de leis e estatutos (independente do conteúdo ou material de que está moeda é feita) e da capacidade do soberano de definir seu valor, assim como as formas e sinais estabelecidos por lei.

A noção de território, no entanto, é também um conceito político geográfico, sendo os próprios indivíduos os sujeitos capazes de defini-lo, de acordo com seus objetivos. Existiriam assim mais dois elementos constitutivos do Estado – o povo e a organização governamental –, sendo difícil compreender a noção de soberania, sem a existência de um território físico. Respeitando a característica mutante da conceituação de território (inerentemente ligada ao tempo histórico), ressalva-se que, nos últimos anos, a evolução do conceito de território nacional vem diminuindo, relativamente, o papel da segurança e da soberania e dando espaço a questões de cunho mais econômico (GOTTMANN, 2012:543).

Diante disso, diversos autores contemporâneos vêm discorrendo sobre as relações geográficas das moedas no âmbito global, tendo como base comum o pressuposto de que o Sistema Monetário Internacional é ordenado e hierarquizado e tem três eixos básicos: o regime cambial, o grau de mobilidade de capitais e a forma da moeda internacional (PRATES, 2002:71). Em outros termos, acredita-se que exista uma relação constitutiva entre poder e moeda e a ordem vigente se relaciona, indissociavelmente, com a vitória dos EUA na Segunda Guerra Mundial e sua saída como credores

³ Knapp chamou de “validade de proclamação”, que revelaria o caráter nominal e não real das unidades de conta. Ver mais em Metri (2007).

do mundo. Desde então, uma série de estratégias de política externa americana fortaleceram o papel do dólar no sistema até a consolidação do padrão dólar-flexível nos anos 1980.

O uso internacional das moedas está atrelado a um conjunto de regras e, sua utilização no âmbito público e privado, pode apresentar características diferenciadas quanto à demanda por uma determinada moeda. É importante deixar claro que não se trata de negar o caráter estatal da moeda, no sentido de dar ao Estado soberano, criador desta unidade de conta, meios de financiamento e nem de aceitar o conceito vazio de moeda “desnacionalizada” da escola austríaca⁴. Trata-se, sim, de incluir elementos da estrutura do capitalismo contemporâneo, do poder determinativo do discurso, como moldador da maneira que enxergamos o mundo e como se garante legitimidade a determinadas formas de domínio e autoridade - estendendo-as sobre as relações monetárias.

Tabela 1 – Funções, Uso Público e Privado das Moedas

Função	Uso privado	Uso público
Meio de pagamento	Meio de pagamento/Moeda Veicular	Moeda de intervenção
Unidade de conta	Moeda de denominação	Moeda de referência (âncora)
Reserva de valor	Moeda de investimento e financiamento	Moeda de Reserva

Fonte: De Conti, Prates e Plihon (2013:23)

Nos usos públicos, os diversos bancos centrais também acabam necessitando de moedas fortes como meio de pagamento, essencialmente para intervenção nos mercados de câmbio. O poder de fogo para intervir na oferta e demanda de divisas e assim influenciar os movimentos das taxas de câmbio depende, portanto, da capacidade da autoridade monetária de ter acesso a divisas e de geri-las. Outro elemento recorrente é que alguns países periféricos, por terem moedas tão frágeis e voláteis, chegam a criar âncoras cambiais, ou seja, vinculam sua moeda a uma outra, tamanha a relação de poder entre as moedas internacionalmente. A função reserva de valor, por sua vez, se relaciona com os exemplos supracitados e ganha ainda mais importância num contexto de exacerbação da esfera financeira. Pela ocorrência do chamado “custo de oportunidade⁵”, tal função retroalimenta um movimento no sentido das moedas que estão se valorizando e gera, consequentemente, uma realocação de portfólios que reforça a própria hierarquia (DE CONTI, PRATES E PLIHON, 2013:30).

Os mercados financeiros livres e desregulados fazem com que países de moedas inconvertíveis tenham mais riscos de valorização e desvalorização de suas moedas, a depender da conjuntura internacional, sendo forçados a esterilizar os efeitos monetários da expansão das reservas

⁴ A qual tem seu principal expoente, Friedrich Hayek.

⁵ O conceito de custo de oportunidade se relaciona com a decisão de investimento em detrimento de investimentos alternativos, ou seja, está a renúncia que um agente faz ao tomar uma decisão.

via taxas de juros⁶. O Sistema Monetário Internacional contemporâneo pode ser considerado, assim, um sistema onde a função reserva de valor (da moeda) é central e no qual os países buscam acumular tantas reservas internacionais em moeda forte que permitam um poder de barganha internacional maior (CINTRA E MARTINS, 2013:213).

Não se pode negligenciar o efeito do poder exercido dentro dessa hierarquia na globalização financeira moderna, onde o papel indireto dos mercados na inibição da política pública se faz cada vez mais evidente e reforça as assimetrias. Ao mesmo tempo, o Estado não pode ser considerado um anacronismo na governança das relações monetárias, uma vez que continuam emitindo suas moedas. Ainda que a organização territorial esteja em constante mutação, a moeda continua sendo um importante instrumento de dominação e a autonomia dos agentes privados em sua demanda por moedas segue muito limitada. Segundo De Conti:

A dinâmica subjacente à escolha da moeda [...] não é a causa da hierarquia monetária, mas sim o seu sintoma. Dito de outra forma, não são os agentes privados que escolhem as moedas com uso internacional e, assim, determinam a hierarquia monetária; pelo contrário, a hierarquia monetária estabelecida – e determinada por questões geopolíticas e geoeconômicas [...] é que define quais moedas serão demandadas pelos agentes privados para serem usadas em âmbito internacional. (DE CONTI, 2011:52)

Portanto, compreender os fenômenos monetários internacionais, preconiza estar atento ao quadro político, ou seja, à capacidade de cada autoridade estatal colocar-se no sistema por via de sua moeda e explorar os canais de transmissão a partir dos quais as relações de poder se estabelecem. Neste sentido, a falsa dicotomia Estado *versus* Mercado se evidencia ainda mais pois fica claro o papel constitutivo (e não de antagonismo) que cumprem sistemicamente, mesmo em um ambiente onde os fluxos ganham cada vez mais espaço em proporção e velocidade.

1.1. Desequilíbrios Externos, Fluxos, Estoques e o Problema da Transferência

Os desequilíbrios externos das economias nacionais não são fatos novos e são oriundos do aprofundamento da esfera financeira. Da mesma forma não são recentes as teorias para lidar com tais desequilíbrios. As questões relacionadas ao volume de liquidez internacional e a possibilidade de equilíbrio dos balanços de pagamentos remetem à proposta keynesiana da *Clearing Union* (FERRARI, 1990:147), tendo a ideia de uma reciprocidade dos mecanismos de ajustamento entre

⁶ A esterilização dos efeitos monetários do balanço de pagamentos, se relaciona com a ação dos bancos centrais em busca de neutralizar o impacto de superávits externos via títulos públicos, minimizando os efeitos inflacionários da entrada de divisas.

estados deficitários e superavitários. A ideia era ajudar países a distinguir empréstimos de longo prazo dos movimentos especulativos para alcançar o equilíbrio interno e externo⁷.

Essas ideias estão ligadas, entretanto, a uma questão do entre-guerras, quando Keynes (1929), analisando o caso alemão e a necessidade do pagamento de suas reparações, tratou do chamado “problema da transferência”. O problema consistia-se basicamente no dilema alemão de como conseguir gerar divisas suficientes para arcar com sua dívida em moeda estrangeira, sem depender de mais e mais empréstimos de credores internacionais. Para tanto, dois fatores seriam centrais para a resolução do problema: a necessidade de redução do consumo, através da redução do nível do rendimento dos trabalhadores e a política cambial. Pela lógica apresentada, as mudanças nos preços relativos influenciariam uma mudança nos fatores de produção, na estrutura e composição, e, finalmente no consumo doméstico – a partir de um aumento das exportações e a substituição de parte das importações por produção nacional. No caso alemão, o que estava em jogo, era a capacidade do governo de extrair o diferencial resultante dessa redução salarial (em divisas) suficientemente para o pagamento das reparações (KEYNES, 1929;4).

De certa forma, tratava-se de, a partir de um volume de remessas externas dado (no caso alemão, as parcelas de sua dívida de reparação), obrigar que as contas externas se ajustassem. Entendia-se que os empréstimos estrangeiros haviam enfraquecido a própria competitividade dos produtos alemães ao sustentarem a elevação salarial nos anos anteriores, sendo que, para solucionar a questão, haviam constrangimentos de diferentes naturezas. Do ponto de vista político e humanitário, reduzir salários via aumento do desemprego e assim fazer com que trabalhadores aceitassem trabalhar por remunerações menores, tinha implicações morais e políticas. Além disso, o interesse dos rentistas com uma possível queda nos retornos poderiam causar sérios problemas ao país (1929:7). Era, portanto, um problema em que a relação causal se dava do âmbito interno para o externo, no que tangia a capacidade de gerar divisas.

No caso atual, o problema da gestão de divisas para países que decidiram criar Fundos para geri-los é de alguma forma o oposto do apresentado. Não obstante, importante ressaltar, que até os anos sessenta e setenta, os movimentos de capitais, principalmente de curto prazo, eram relativamente pouco importantes quando comparadas as trocas comerciais. Com a abertura financeira, porém, a taxa de juros ganhou um papel ainda mais fundamental no equilíbrio externo - e não apenas no equilíbrio interno –, e o diferencial entre taxas de juros se tornou peça central da movimentação dos fluxos de capitais (através do *carry trade*⁸).

⁷ Ainda que a proposta tinha como ponto central a existência de uma moeda internacional, o bancor.

⁸ *Carry Trade* é o nome dado uma operação onde se toma dinheiro a uma taxa de juros em determinado país e aplica esse dinheiro na moeda de um outro país, onde as taxas de juros são maiores.

Não se trata, portanto, de um problema em ter acesso às divisas, como no caso alemão ou em países endividados em moeda estrangeira, senão seu contrário, de aplicar esses recursos em outros países os investimentos nessas moedas. O caráter relativo (no sentido comparado a outros competidores) talvez se encontre exatamente em ser capaz de influenciar os preços relativos de outros países e não mais os preços internos, caso o país que recebe o investimento do fundo não tenha capacidade de esterilizar os efeitos da entrada dos fluxos. Ademais, os governos detentores de FSR, não apenas mantêm algum controle sobre o câmbio, como utilizam-se dos excessos de divisas geradas para participar do jogo internacional através de seus fundos, tendo assim, um caráter defensivo-ofensivo.

1.2. Capacidades Estatais: os Estados Nacionais e Suas Burocracias na Globalização

O conceito de capacidades estatais é amplo e tem diversas dimensões, sejam elas política, institucional, legal, territorial, administrativa e técnica. O que propomos é analisar a atuação dos entes estatais para além da esfera doméstica (mas com influência nesta) trabalhando o papel específico da burocracia estatal voltada à nova realidade global, assim como investigar suas adaptações e desenvolvimentos ao longo das últimas duas décadas.

Neste sentido, se faz fundamental que os Estados criem seus próprios aparatos não apenas para atuar no âmbito produtivo, mas que sejam capazes de desenvolver outros mecanismos de interação para lidar com os fluxos financeiros, podendo também adquirir a expertise necessária, além de, por vezes, atuar de acordo com o que o Estado em questão almeja no jogo de poder global. Não obstante, como se observará, as estruturas de poder interna (ou regionais) e os objetivos de curto e médio prazo dos instrumentos criados se tornam também delineadores do formato e da efetividade institucional no cumprimento de suas funções. Os Fundos Soberanos de Riqueza seriam uma dessas modalidades, dialogando assim com o conceito de capacidades estatais já existente.

No geral, a discussão sobre capacidades estatais parte da percepção da natureza e da qualidade do intervencionismo estatal nas variedades de capitalismo existentes. Sabe-se que as formas possíveis de capitalismo, decorrentes de cada arranjo institucional e sua relação com o mercado, variam de país a país a partir dos desafios colocados na esfera doméstica e de suas trajetórias (IPEA, 2016). As discussões sobre as institucionalidades e como cada país constrói seus próprios arranjos, no entanto, não são tão recentes. Segundo Hall e Solskice (2001), existiria uma definição básica para se compreender variações de capitalismo existentes em cada país individualmente, que seriam produto das capacidades desenvolvidas por cada Estado no intuito de lidar com seu próprio desenvolvimento.

As reformas liberalizantes, as experiências de crises cambiais pelo mundo (em países latino-americanos e asiáticos, particularmente) e a volatilidade nos preços internacionais de commodities também podem ser encaradas como condicionantes da criação de institucionalidades dessa natureza. Como se verá adiante, podem ser elementos históricos de legitimidade interna (ROBBINS, 2013:4) e mesmo de uma governança mais responsável. As formas de interação entre os Estados e os mercados devem partir ainda de uma perspectiva da própria qualidade da autoridade estatal e como ela se transmuta (ou não) no âmbito globalização financeira. Portanto, quando se visualiza o processo de financeirização, não é possível entendê-lo apenas a partir da ótica do mercado, senão levando em consideração a própria resposta do Estado (AKYÜZ, 1993:23). Esta afirmação é importante pois, quando se analisa a capacidade de um Estado interferir no jogo dos fluxos, se tem em mente características como controle e regulação, ou seja, relega-se aos Estados um papel secundário no processo.

As estratégias de diversificação que buscam reduzir os riscos de perdas diante, por exemplo, das flutuações das moedas colocam os atores estatais como *players*, ou seja, são uma adaptação estatal à própria lógica financeira. Na verdade, não apenas os fundos, mas uma boa parte dos ativos em mãos do Estado acabam por seguir essa lógica financeira. As reservas internacionais, as receitas fiscais, as empresas estatais, etc., têm buscado criar departamentos especializados na gestão financeira com o intuito de transformar o que advém de atividades produtivas para operações de mercado de capitais. Os FSR, no entanto, podem ser mecanismo de coordenação econômica, conjuntamente com outras ações, sendo assim parte de um arcabouço institucional mais amplo.

A literatura mais recente sobre Capacidades Estatais trata, via de regra, de um arcabouço institucional voltado ao crescimento econômico, infraestrutura, diversificação da matriz produtiva, desigualdade social, democracia, sustentabilidade, dentro outros. Quando tange as questões de cunho econômico-internacional, o foco está invariavelmente no lado produtivo, sendo que ao Estado caberia a tarefa de criar um arcabouço (ministerial e/ou com outras agências estatais) no intuito de compor uma determinada agenda externa do país. Ainda que os fundos em sua maioria se detenham a realizar investimentos no exterior - e tenham, portanto, um recorte distinto do comumente encontrado na literatura sobre capacidades – se tentará aqui encará-los como uma forma particular de capacidade estatal pois tem reflexos diretos na esfera doméstica, tenha o fundo estratégia mais defensiva ou ofensiva na alocação de seus recursos. Do ponto de vista da avaliação burocrática das capacidades, o quadro analítico básico para avaliar uma burocracia estatal deve ter duas dimensões, sendo uma interna e outra externa.

Tabela 2 – Quadro Analítico das Capacidades Estatais de um Fundo Soberano

Dimensões	Critérios	Variáveis Independentes	Resultados Intermediarios	Resultados Finais
Burocracia (Interna)	Eficiência; Coerência	Profissioalização; Autonomia; Coesão	Escolhas	Desenvolvimento de Expertise
Capacidade Relacional (Externa)	Legitimidade; Transparência	Relações com governos, mercado, etc	Suporte Politico; Expertise	Atingimento dos objetivos

Fonte: IPEA, 2016 – Elaboração Própria.

2. O Sistema Monetário e Financeiro Internacional e o Papel do Dólar: Déficits, Superávits e Divisas

A compreensão do papel desempenhado pelo dólar, que há mais de quatro décadas se tornou a moeda de referência internacional sem qualquer lastro exógeno, é fundamental para captar a lógica e os mecanismos de operação do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. As interações possíveis e existentes entre aqueles que participam deste sistema (via convenções e regulações internacionais) são produto das relações de poder constituídas entre os agentes, públicos ou privados no capitalismo global. O conjunto articulado de regras, formas de ajustamentos e prevenções contra crises têm, nas instituições, a capacidade de ordenar e gerenciar este sistema. Para tanto, é necessário ter em mente a existência de uma ampla aceitação das regras, o que passa pela noção de que os mecanismos de ajuste, quando necessários, se darão por meio da distribuição de custos e benefícios proporcionais ao poder de cada agente.

Esse sistema, constituído de Estados e mercados, tem, como uma das principais características, a premissa de ser capaz de prover uma confiança geral em alguma moeda de reserva e promover estabilidade, previsibilidade e liquidez para o conjunto dos envolvidos, ou seja, criar um padrão monetário amplamente aceito e ordenador. Neste capítulo, a proposta se baseia em fazer o resgate histórico da globalização financeira, partindo da decisão norte-americana de decretar o fim do lastro-ouro no início dos anos setenta até os dias atuais. O intuito é deixar evidente como se deu o processo de globalização financeira, o papel do dólar e do déficit americano para o gerenciamento deste, os superávits gerados em outros países - como contrapartida - e como o mercado financeiro se adaptou e se desenvolveu de forma sem precedentes nas últimas duas décadas.

Na década de noventa, o mercado de capitais se consolida como a variável de destaque desta fase do capitalismo. Por conta disso, crises cambiais e financeiras ocorrem não apenas por conta do comportamento de governos, mas da própria dinâmica do capitalismo, deixando os Estados Nacionais

em situação de vulnerabilidade frente às assimetrias e ao jogo do mercado. No entanto, importante dizer que, mesmo com as frequentes crises, em nenhum momento a ordem foi de fato contestada, ainda que rumores tenham surgido. Os diversos solavancos do capitalismo global entre os anos 1970/80 e na crise financeira de 2007/8 não chegaram a reduzir o poder estrutural do dólar e os EUA agiram para garanti-lo sempre que necessário, gerindo e operando o sistema. Os mercados, por sua vez, seguiram fazendo seu jogo, se modernizando com uma velocidade sem precedentes e sendo a variável de ajuste das demais economias do mundo.

Existiram, segundo nossa opinião, quatro períodos principais no que se refere ao comportamento do mercado financeiro e aos fluxos de capitais: de meados da década de 1960 até o fim da conversibilidade em 1971, quando da contestação do padrão dólar-ouro; da década de 1970 até início dos anos 1980, quando, dentre outras razões, os dois choques do Petróleo são centrais; o período até meados dos anos 1990, quando as economias se ajustaram a nova realidade de globalização dos mercados e; a partir de 1995 quando se consolidou a globalização e o mercado de capitais se torna, de fato, o local onde se encontra a essência do capitalismo global.

2.1. A Globalização Financeira e o Padrão Dólar-flexível: o Papel do Mercado e as Economias Nacionais

Desde a Segunda Guerra Mundial, o mundo experimentou dois padrões monetários, ambos sob a alçada dos Estados Unidos: o padrão dólar-ouro, vigente nos anos de Bretton Woods, que vigorou até o início da década de 1970 e; o padrão dólar-flexível, no qual, desde então, e até hoje estamos inseridos. Em meados dos anos 60, frente aos diversos posicionamentos internacionais contestando a capacidade americana de arcar com a promessa do pagamento em ouro, os EUA decretaram -unilateralmente - a suspensão da conversibilidade, em 1971 (HELLEINER, 1994:112). Obviamente, esse processo não foi tranquilo: as turbulências causadas pelo chamado “Hot Money”⁹ já haviam aumentado consideravelmente e as tentativas de refreá-los pareciam não surgir efeitos¹⁰. Com o andamento do processo, o fim de Bretton Woods acabou marcando a inauguração de uma nova fase no sistema monetário internacional, o padrão dólar-flexível.

Uma moeda sem lastro permitia ao Estado emissor utilizar-se indiscriminadamente dos instrumentos de política econômica que lhe convinham, deixando o custo de ajuste nas costas dos demais países (HICKS, 1989). A moeda americana desde o fim da conversibilidade com o ouro, portanto, traz consigo este lastro de confiança endógeno e passa a ser aceita não por tratado, mas por

⁹ Capitais de curto prazo.

¹⁰ Houve forte especulação contra a Inglaterra antes de 1967 e contra os EUA a partir de 1969. (ROLFE e BURTLE, 1981:162/163).

conveniência, o que, em termos práticos, reafirmava o Poder dos EUA e do financiamento externo de sua economia. A acentuação da assimetria de Poder foi ficando clara com o passar dos anos, quando, durante as últimas décadas, assistiu-se à expansão “sem limites” do déficit norte-americano com o resto do mundo.

Nesse contexto, o dólar se fortaleceu como meio de pagamento, mas, essencialmente, como a principal reserva de valor do mundo, tendo a taxa de juros americana como grande mecanismo de ajuste global. Para completar, o dólar ganha uma de suas mais edificantes características, ser a moeda de denominação contratual das finanças internacionais, num mundo sem paridades cambiais fixas, ou seja, sem padrão monetário rígido (TAVARES e MELIN, 1997). Torres (2013) sintetizou o momento:

A gestação do novo sistema financeiro mundial demorou, entretanto, mais de uma década para tomar forma definitiva. Enquanto o processo maturava, a economia internacional atravessava um período de forte instabilidade, marcado por inflação elevada, taxas de juros negativas e choques de preços. Além disso, houve resistências ao projeto americano de institucionalizar um sistema monetário mundial baseado no dólar flexível. Os governos europeus, por exemplo, tentaram já em 1972 criar um mecanismo que reduzisse a amplitude das flutuações entre suas moedas, a chamada “serpente europeia”. (TORRES, 2013:4)

Na sequência, iniciam-se diversas inovações financeiras, derivativos, securitização e mercados de títulos imobiliários, até atingirem os mercados futuros de câmbio. A dívida interna americana, com a forte valorização do dólar, converte-se em dívida externa no instante subsequente através da absorção por poupadores estrangeiros. Quanto mais se necessita auferir moeda forte, mais vulneráveis à taxa de juros do emissor um país se encontra e a dívida dolarizada se torna o principal mecanismo de ajuste externo. Surgem neste processo praças financeiras autônomas¹¹ em diversas partes: o mundo demonstrava que estava se adaptando à nova realidade (TORRES, 2013:7). A integração mais complexa das economias nacionais completada nos anos noventa, acentua o caráter do mercado como um agente de divisão onde o mundo se torna aparentemente menor, mas os hiatos entre os países se tornam ainda maiores¹².

Nos anos 2000, com o boom das commodities, o acúmulo de divisas sofre um aumento exponencial e diversos países adotam políticas de gestão externa como uma acumulação sem precedentes de reservas em dólar. Os EUA continuavam a se financiar externamente enquanto outras potências internacionais se tornavam, automaticamente, cada vez mais superavitárias. Desde a eclosão da crise, o movimento inicial de contraposição ao papel do dólar se mostrou em descoordenação no âmbito internacional entre as diversas economias do mundo, incapazes de lidar

¹¹ Na Ásia, por exemplo, transacionava-se em dólar e iene, apoiados inicialmente nos capitais emigrados chineses e alimentados pela expansão das “tradings companies” japonesas.

¹² Barreiros, 2014.

conjuntamente com um problema de natureza sistêmica. Diversos países, naquele momento, decidiram adotar posturas autônomas de prevenção a instabilidades em suas próprias economias e na defesa de suas taxas de câmbio – tanto por meio de tributação, quanto por imposição de controles na conta de capitais.

Os novos instrumentos financeiros no mercado secundário e a generalização da securitização (que incluem desde situações de endividamento externo de países periféricos até mercado de commodities, juros e câmbio, etc.) fazem com que outros países criem mercados análogos. Os mecanismos de hedge atrelados a títulos do tesouro americano e todas as outras criações do mercado financeiro permitem uma perda de proporcionalidade entre a economia mundial (os fluxos comerciais e etc.) e os fluxos financeiros internacionais (TORRES, 2013).

A flutuação global da moeda americana, a presença obrigatória do dólar em pelo menos uma das pontas das operações de securitização e arbitragem nos principais mercados dão a tônica do processo. Quando os déficits voltaram a crescer em meados da década de noventa (desta vez a taxas impressionantes), foi ficando claro que não haveria mais limites para a capacidade de endividamento da economia americana, e isso não era um problema para o bom funcionamento do sistema internacional. Esse período caracteriza-se pelo crescimento das especulações sobre moedas, que não se dariam apenas pelas posições de reservas de seus bancos centrais, mas sim porque o valor do dólar era fixado pela taxa de juros americana (referência básica do sistema), em função da capacidade dos EUA de manterem sua dívida pública como título de “segurança máxima”. A posição da taxa de juros para as transações financeiras induzia que as operações de securitização, em geral, fossem feitas em dólar, abrindo espaço para ganhos de arbitragem quando existissem diferenciais expressivos entre as taxas de juros internas e as correspondentes flutuações na taxa de câmbio. Nesse contexto, a nova posição do dólar no sistema monetário passa a ser a de segurança e a de arbitragem. Este é o marco inicial dos mercados derivativos, a existência de um risco intrínseco que induza a associação entre os agentes interessados em precaver-se contra eventuais perdas (*hedge*) e agentes interessados em eventuais ganhos arbitrais a partir da especulação com os ativos em questão (TORRES, 2013:24).

Após a consolidação deste processo, que tem a desregulamentação dos mercados como variável marcante, a ampla mobilidade de capitais e os ajustes passaram a ocorrer rapidamente por meio do mercado de capitais em livre expansão. Das resultantes deste processo, duas nos parecem fundamentais, ainda que aparentemente contraditórias: uma total liberdade aos EUA em financiar seus déficits e, ao mesmo tempo, uma oportunidade de países credores líquidos acumularem uma considerável quantia de dólares (e/ou títulos americanos), resultando no aumento do poder de barganha de tais países internacionalmente. Se a administração de déficits aparentemente não era um problema ao país emissor da moeda internacional, administrar os superávits se tornou uma tarefa

complexa para governos das mais variadas vertentes políticas mundo afora que, de diferentes formas, se permitiram tomar decisões relativamente mais autônomas globalmente.

Os processos diferenciados de inserção das economias abriram um leque de oportunidades e vulnerabilidades¹³ reduzindo em graus diferenciados suas capacidades de intervenção na economia. Ainda que houvesse certa crença num pretenso equilíbrio das contas externas – onde se reduziria as vulnerabilidades históricas –, o que se viu na prática foram diversas crises cambiais e de balanço de pagamentos. Ficava evidente que o mercado de capitais seria o espaço onde as batalhas entre autoridades nacionais e agentes privados aconteceriam.

As crises dos países asiáticos no fim dos anos noventa, por sua vez, servem de exemplo da agressividade da ação do mercado e do nível de vulnerabilidade aos quais os países emergentes estavam expostos. Os processos de ataque contra as moedas nacionais realizados pelos chamados Fundos de *Hedge*¹⁴ davam pistas de que algo novo estava ocorrendo e que os Estados Nacionais estavam à mercê do jogo de apostas (MALLABY, 2010:201). Nos anos 2000, ficou ainda mais vez evidente como o sistema funcionava. Quando da decisão do FED em reduzir a taxa de juros americana logo após a crise da Enron¹⁵ – num momento de queda da bolsa de valores e de fuga de capitais, explicitou-se a diferença entre se fazer política monetária no país emissor da moeda de referência e em um país comum.

2.2. O Gerenciamento das Divisas Diante das Assimetrias e Complexidades

Nos anos 2000, com a relativa mudança das condições internacionais e o chamado “*boom* nos preços das matérias primas”, uma série de governos tomaram a decisão de centrar esforços no acúmulo de reservas internacionais em níveis recordes, como colchão anti- crise. Países exportadores de matérias primas viram seu saldo comercial dar um salto considerável, enquanto que países exportadores de manufaturas se aproveitaram da onda de crescimento econômico mundial para também auferirem superávits, tanto em conta corrente, como (para muitos países) via fluxos de capitais, buscando assim fortalecer suas capacidades em lidar com as suas vulnerabilidades.

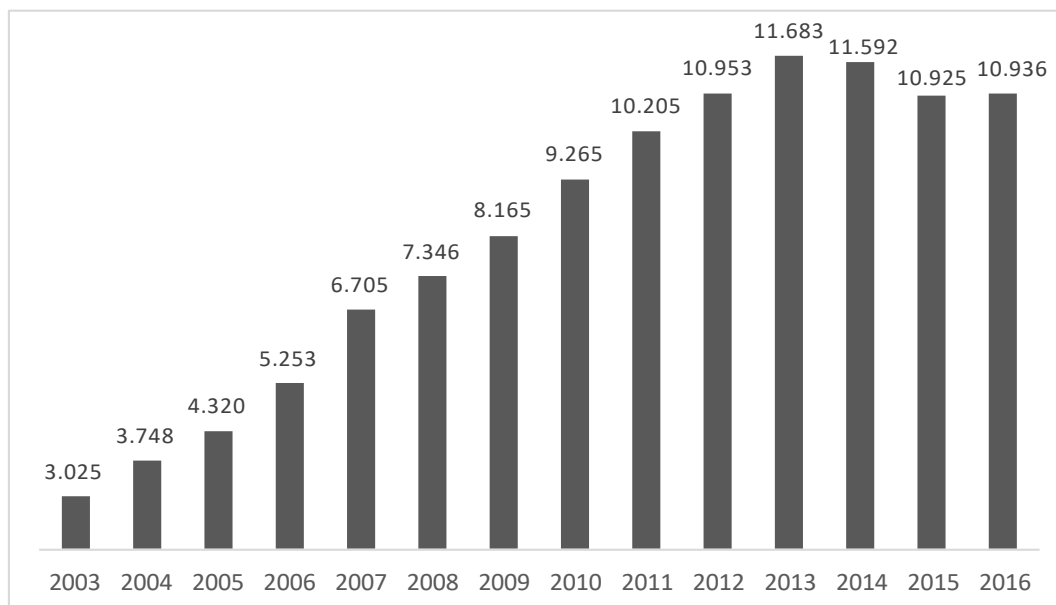
¹³ Se países como Chile, Argentina e Turquia entraram precocemente na liberalização (entre 1975 e 1980) muito por conta de seus governos alinhados com os EUA, foi no fim da década de oitenta e primeira metade dos anos noventa que as demais economias emergentes latino-americanas e asiáticas foram gradualmente sendo ajustadas pela chamada “diplomacia do dólar forte” (VELAZCO e CRUZ, 2007).

¹⁴ Principalmente os Fundos de George Soros, especulador que ficou mundialmente famoso pela violência de seus ataques a moedas e países nos anos noventa.

¹⁵ A Enron era uma gigante do setor elétrico dos EUA, uma das maiores empresas do mundo, que faliu em 2001. As ramificações financeiras da empresa arrastaram consigo fundos de pensão e outros agentes financeiros.

Este fenômeno, segundo nossa opinião, pode ser entendido como uma mudança na forma de administrar seus balanços de pagamentos e como elemento de deslocamento da relação entre países centrais e periféricos. Uma das características mais sintomáticas dessa nova administração seria o fato de que, pela primeira vez na história, países em desenvolvimento deteriam mais reservas internacionais do que países centrais, por exemplo.

Gráfico 1 – Evolução das Reservas Internacionais, 2003-2016 (em bilhões US\$)



Fonte: World Bank Data, 2016 - Elaboração Própria.

Não há dúvida de que as reservas como recursos para atenuar problemas externos e ataques especulativos em momentos de necessidades cumprem papel fundamental, havendo farta literatura e consenso sobre esta relação. Entretanto, entendemos que não é dada tanta atenção a outros instrumentos estatais de gerenciamento de divisas, que se proliferaram nos últimos vinte anos, os Fundos Soberanos de Riqueza e nem o papel que cumprem para o país. Todos esses instrumentos remetem a uma característica peculiar, muitas vezes esquecida nas análises mais pontuais e que se relaciona a própria trajetória de cada país, assim como suas características políticas e culturais. Os FSR seriam, neste sentido, nada mais que criações que partem de cada realidade particular e tem propósitos distintos, de acordo, inclusive, com o que cada Estado almeja no jogo de poder internacional.

3. Capacidades Estatais na Globalização: Fundos Soberanos e a Necessidade de Interação com os Mercados

Pode-se dizer que os Fundos Soberanos são subprodutos da ordem sistêmica, do papel da moeda-chave, do déficit americano e dos preços internacionais das matérias-primas – precificadas em dólar. Há, no entanto, uma particularidade pouco explorada por estudiosos dos fundos em geral e já ensaiada nas linhas anteriores: para além de meros investidores institucionais – como comumente tratados –, tais fundos poderiam ser encarados, na nossa visão, como possíveis meios de se criar *expertise* na burocracia do Estado a partir do aprofundamento e alargamento financeiro em âmbito global. Em outras palavras, Fundos Soberanos podem ser entendidos como uma espécie de capacidade estatal, que deriva das próprias características institucionais (políticas, sociais e históricas) de cada país e tem seus objetivos condicionados às suas vulnerabilidades, atuando por dentro do mercado financeiro internacional.

De forma geral, os Fundos Soberanos de Riqueza são mecanismos para reinvestir os excedentes em moeda estrangeira, sem que o Estado esteja amarrado às responsabilidades típicas das reservas internacionais. Uma série de questões de cunho econômico, político, das relações internacionais e das demais áreas que compõe o campo da Economia Política Internacional dão elementos para que se desenvolva uma análise qualitativa, tal qual se propõe. Importante frisar, porém, que a maioria das análises sobre FSR no Brasil (SIAS, 2008; RINALDI, 2010), parte de um viés mais descritivo – o que, obviamente, traz elementos e insumos para este artigo – e, mesmo no exterior, os trabalhos ora atentam para as questões meramente econômicas como investimentos, portfolios e retornos (KERN, 2009), ora à perspectiva política e de como atores estatais influenciam no mercado privado, apontando ainda para suas implicações (KIRSHNER, 2009).

Num mundo em que as antigas relações produtivas foram gradualmente sendo substituídas por relações financeiras, o Estado não tardaria a entrar com força no jogo (COHEN, 1986 apud, MONK, 2008) e, sendo assim, os FSR talvez sejam apenas um sinal de uma nova etapa do desenvolvimento capitalista, onde os Estados Nacionais estejam buscando se apropriar das rápidas mudanças internacionais. Ainda que até hoje não haja uma definição exata para defini-los - é ponto pacífico que existam três questões básicas a partir das quais podemos iniciar uma delimitação destes (COHEN, 2008): são estatais; não têm dívidas significativas e; são gerenciados separadamente das reservas internacionais de cada país. Os objetivos de um Fundo, segundo Rinaldi (2010) podem ser: Poupança Intergeracional, Estabilização, Financiamento, Diversificação da carteira de ativos, Desenvolvimento e Estratégico.

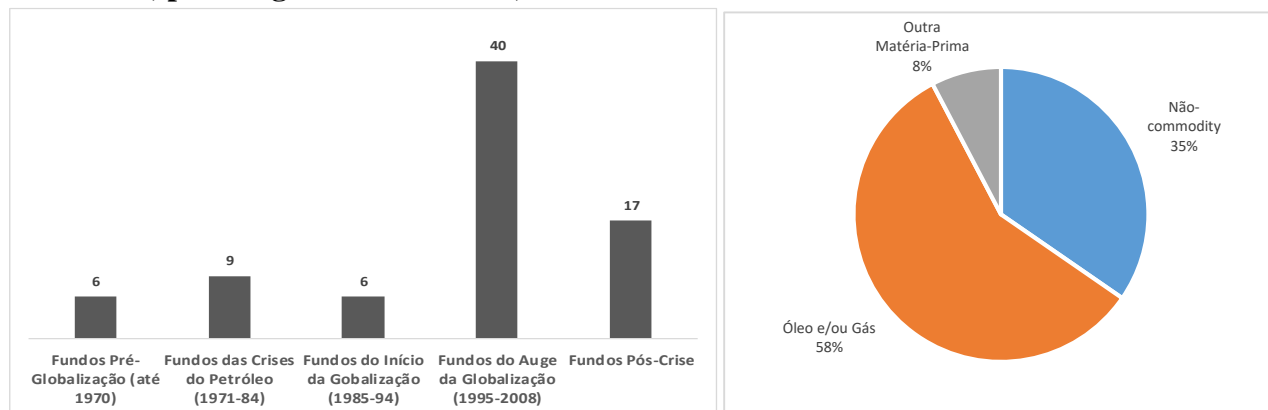
Tabela 3 – Objetivos Possíveis de um Fundos Soberanos de Riqueza

Poupança Intergeracional	Buscam transformar a riqueza presente (finita) em riqueza futura. Tem, portanto, um caráter claramente inter-geracional e estão, normalmente, associados a países exportadores de commodities, refletindo a dificuldade de diversificação produtiva. Cabe ressaltar que nem todos os fundos tem a mesma regra para a utilização do recurso.
Estabilização	Esterilizar o impacto inflacionário dos fluxos cambiais e a volatilidade dos preços das matérias primas e seus impactos no lado fiscal - para exportadores - demandam que os fundos esterilizem seus impacto. O caráter desse objetivo tem viés mais defensivo.
Financiamento	Assim como o fundo que visa o objetivo acima (estabilização), este também foca na estabilização intertemporal. Além de tal semelhança, ambos também seriam defensivos, uma vez que tem como objetivo preservar os superávits (fiscais, comerciais e reservas) de flutuações cíclicas e choques de preços. A diferença é que os fundos que tem propósito de financiamento, o utilizam de forma esporádica, apenas em momentos de maior necessidade, quando há uma queda muito grande na arrecadação do Estado e é preciso se financiar déficits.
Diversificação de Carteira de Ativos	Este objetivo só pode ser entendido quando se está em uma situação em que as reservas superam amplamente os níveis tidos como necessários para cumprir com suas obrigações de liquidez. Se relaciona diretamente com o portfólio do fundo e da possibilidade de maiores retornos por conta de alguma mudança conjuntural.
Desenvolvimento	Este objetivo, normalmente, está atrelados mais a fatores domésticos do que externos, no sentido de direcionar a poupança para investimentos internos de longo prazo. No entanto, isso não exclui que esses fundos também atuem no exterior pois, como dito, os fundos têm normalmente múltiplos objetivos.
Estratégico	O termo estratégico pode trazer ambiguidades. No entanto, de forma geral esse objetivo pode se dar de duas maneiras: países com vistas a adquirir posições acionárias em empresas consideradas estratégicas (nem sempre estão atrelados a retornos financeiros diretos) e; busca de projeção geopolítica via políticas de expansão, se utilizando dos fundos como instrumento. Talvez seja o objetivo mais "subjetivo" dentre todos.

Fonte: Rinaldi, 2010 - Elaboração própria.

Segundo o *Sovereign Wealth Funds Institute* (SWFI, 2016), existiam 78 fundos no mundo, espalhados por 52 países em 2016. Destes fundos, a grande maioria tem seus recursos oriundos das exportações de Petróleo ou outras matérias-primas, mas, principalmente no período do auge da globalização e no pós-auge, apareceram diversos fundos que não tinham qualquer relação com commodities. Estes novos fundos, segundo a premissa deste trabalho, se relacionam com o próprio processo de aceleração dos fluxos, de migração de divisas para determinados países e regiões, criando possibilidade – ou necessidade – de gestão desse excedente.

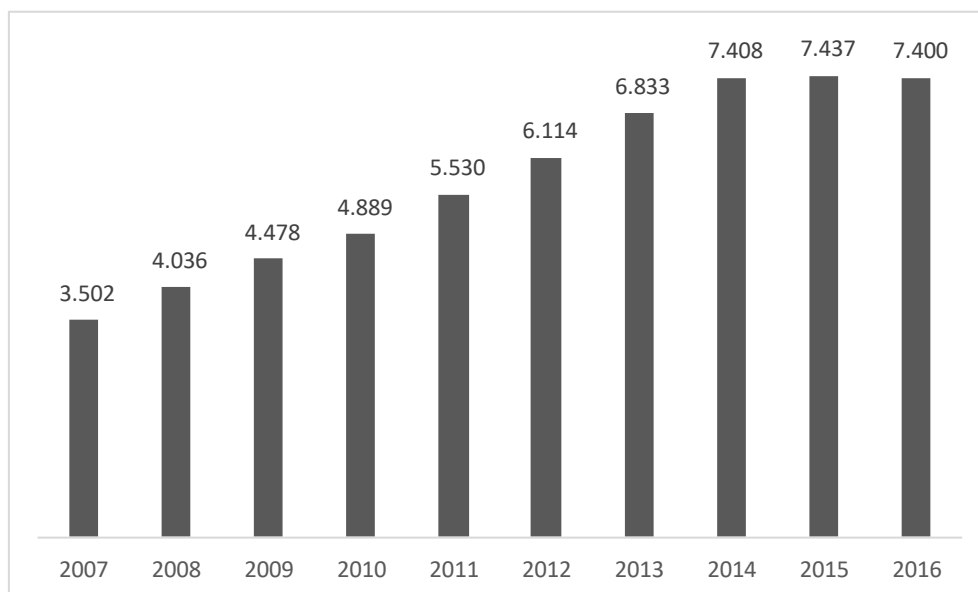
Gráfico 1 – Criação dos Fundos Soberanos (por período histórico) e Distribuição dos Fundos Soberanos, por Origem dos Recursos, 2016



Fonte: SWFI, 2016 - Elaboração própria.

De acordo com SWFI, em 2016, o conjunto de Fundos Soberanos de Riqueza existentes administravam algo em torno de US\$ 7,4 trilhões em ativos. Como já esclarecido, dezenas de fundos foram criados desde então, portanto, desse crescimento nos ativos totais dos FSR, uma parte se deve a entrada de novos fundos e outra parte à aportes de governos (em fundos novos e antigos). Uma terceira parcela, por fim, derivaria dos próprios retornos investimentos. Nessa conta também entram eventuais retiradas para cumprir com objetivos determinados devidos a adversidades, não podendo assim considerar que os fundos tenham dobrado meramente por seus investimentos.

Gráfico 2 – Evolução dos Ativos dos Fundos Soberanos, 2007-2016 (Em US\$ bilhões)



Fonte: SWFI, 2016 - Elaboração própria.

A adequação e enquadramento dos fundos, por sua vez, dialogam com os obstáculos enfrentados por governos que decidiram por criá-los e com a maneira através da qual cada um consegue (ou não) cumprir com os pressupostos e obrigações determinadas. A eficiência do fundo em cumprir com seus objetivos e gerir seu portfólio, por seu turno, depende de como cada país tem de lidar com suas jurisdições nacionais, podendo ser pouco efetivo transpor modelos de instituições para países onde existem outras normas e tradições (GERTLER, 2003 apud, AL KHARUSI, DIXON, MONK, 2014). Esta observação se faz importante pois dialoga diretamente com as supracitadas capacidades estatais, uma vez que não é incomum na literatura que um fundo seja criado tendo como modelo algum fundo destacado no exterior, sem que se leve em consideração a impossibilidade de se estabelecer tais modelos em outras jurisdições (ROBBINS, 2013).

Determinadas formas de governança, estruturas de tomadas de decisão e procedimentos internos podem indicar autonomia a influência direta do governo (MONK, 2008), fatores que seriam, inclusive legitimadores do fundo perante o mercado internacional¹⁶. Ademais, segundo Dixon e Monk (2011), existem três elementos norteadores da atuação de um Fundo Soberano, os chamados 3Ps: Pessoas, Processos e Política. Em relação ao primeiro P, sua importância se deve ao entendimento de que nem todos os países tem um mercado financeiro robusto e, portanto, encontrar, atrair ou reter pessoal (talentos), qualificando-as para atuar no mercado, se torna um desafio¹⁷. O segundo P, trata dos processos internos e dialogam com a capacidade de desenvolver uma estrutura de tomada de decisão hábil e capaz de lidar com as complexidades da estrutura financeira global¹⁸. Já o terceiro P, este mais delicado, decorre de uma característica intrínseca habitualmente abordada, ou seja, de que os fundos, por serem criações de governos, já surgiriam a partir de uma decisão política.

Uma questão recente que dialoga com a governança dos fundos é o papel mais dinâmico de internalizar processos de gerenciamento que, em outros momentos, era feito por algum agente externo. Este fator é importante pois entende-se que a tecnologia existente hoje permite que se opere de praticamente qualquer lugar do mundo e, se alguns fundos decidirem por criar burocracias próprias – muitas vezes locais, para substituir um agente externo. Uma das saídas encontradas por alguns fundos foi criar os chamados "escritórios" satélites em grandes centros financeiros globais ou regionais. Essas decisões permitem, além de uma profissionalização dos gerenciadores dos fundos, que estes não fiquem mais na dependência de gestores privados (suas altas taxas cobradas, MONK,

¹⁶ Fraude, corrupção, etc., o que pode ocorrer na falta de transparência, característica de muitos regimes políticos de países que detém Fundos Soberanos.

¹⁷ Com relação ao capital humano há desafios pois nem sempre existe pessoas disponíveis com conhecimento específico, nessas praças e, para piorar, quando são agências estatais a remuneração é muitas vezes inferior a paga pelo mercado (com seus bônus e comissões). Ademais, como muitos fundos tem caráter estratégico existem barreiras a contratação e profissionais estrangeiros.

¹⁸ Ser capaz de incorporar inovações e o papel que estruturas políticas venham a desempenhar, para o bem e para o mal, é um desafio que deriva do processo.

DIXON, e AL-KHARUSI, 2014) e que os Estados desenvolvam conhecimentos e conseguirem acompanhar e controlar os gestores privados em uma atividade estratégica.

Segundo o IWF, em 2008, cerca de 90% dos fundos membros declaravam que se utilizavam de gerenciadores externos para alocar recursos em investimentos transfronteiriços pois se considerava que os ganhos em se fazer com terceiros, decorrentes da capacidade de pesquisa e acompanhamento, garantiriam vantagens nos custos e retornos. No entanto, desde a crise, novas tendências de atuação dos fundos vêm se desenvolvendo. Segundo Monk, Dixon e Al-Kharusi (2014) os FSR se tornaram mais ativos na escolha e gerenciamento de seus portfólios, ou seja, eles vêm tendo atuação mais direta se comparada à maneira como (em geral) era feita. Dentre as razões para esse novo comportamento estariam dois fatores: minimizar custos (uma vez que havia o entendimento de que os agentes intermediários vinham cobrando taxa consideradas abusivas¹⁹) e criar alocação particularizada para cada fundo (acreditava-se que os agentes privados não estavam sendo capazes de captar as nuances e objetivos específicos).

Outro elemento dessas novas tendências seria uma necessidade de maior diversificação do portfólio²⁰ num ambiente mundial de menores retornos, onde se torna importante que os agentes tenham mais informação para melhor aplicarem seus recursos. Como dito, em virtude da localização, muitos FRS distantes geograficamente dos centros financeiros, começaram a sentir a necessidade aproximar-se dos locais de investimento – fosse através de uma nova instalação física, fosse por um olhar mais atento às características locais²¹. Os custos provenientes desta mudança de postura e os desafios de encontrar formas de conhecer as complexidades locais ou aprender a manejar assimetrias internacionais²² são variados. Dentre os custos iniciais, estaria a perda de uma rede de serviços complementares que existem nos grandes centros gerenciadores (Nova York, Londres e Hong Kong) mas que seriam compensados pela localização aproximada dos investidores, o que poderia permitir uma atuação mais próxima (*face to face*) com a outra parte – fato que tenderia a aumentar o próprio retorno do investidor. Tal proximidade poderia ser, inclusive, o diferencial da almejada conversão de informação em conhecimento, o que se materializa em uma capacidade de adaptação das próprias estratégias de investimento à realidade local (CLARK E MONK, 2013).

¹⁹ Uma das razões iniciais é o preço das taxas pagas aos intermediárias que diluía consideravelmente os retornos de longo prazo desses investidores e os diferentes horizontes temporais dos retornos. A esperança dos fundos, inclusive é que se melhore a performance de longo prazo dos investimentos por conta do acompanhamento mais de perto, redução dos custos, etc.

²⁰ Seja entre mercados emergentes e desenvolvidos ou entre *private equity* e *real estate*, etc.

²¹ Desta forma, se pode conhecer melhor a cadeia em que o investimento se realiza e quando liquidá-lo, por exemplo.

²² No estudo foram analisados 12 fundos, via material público e entrevistas, dando uma ideia de como houve uma mudança na forma de atuação desses fundos no período recente.

Em relação à decisão de se abrir escritórios satélites, pode-se dizer que há duas resoluções mais comuns: a do grupo que decide abri-los nos chamados *International Financial Centers* (IFCs); e aquele que enxergam vantagens em posicioná-los/instalá-los/lança-los em locais não tão centrais, os *Non-financial Centers* (NFCs). No caso dos escritórios abertos em IFCs, a decisão derivaria da facilidade ao acesso a pessoal apropriado, ao fluxo de negócios²³ e, principalmente, o potencial de transferência de conhecimento. Estar em um grande centro financeiro global permite que se desenvolva e treine seus funcionários com rotatividade de pessoal de mercado, o que permitiria conhecer as práticas privadas e internalizá-las. Já da decisão de abrir escritórios em NFCs, ainda que não seja a prática mais recorrente, permitiria desenvolver conhecimento local e dar atenção ao que ocorre na região (e não apenas a partir de dados oficiais e estatísticas). Principalmente em mercados emergentes onde há mais dificuldade em se prever os movimentos futuros, poderia facilitar o acesso a investimentos não listados, reduzindo a influência dos intermediários, além de deixar o fundo mais visível ao mercado doméstico - melhorando as relações com os players locais sejam públicos ou privados. Quanto aos agentes públicos, é sempre bom lembrar que, em muitos mercados, os investimentos estatais ainda predominam e muitos governos preferem realizar investimentos conjuntamente com fundos de países parceiros²⁴.

Ser capaz de acompanhar as inovações depende, dentre outras coisas, de uma capacidade de se apropriar e absorver informações oriundas das redes das quais fazem parte, assim como das ações de seus competidores. Portanto, muitos dos novos FSRs, por estarem geograficamente distantes desses ambientes que estimulam as inovações, acabam tendo perda relativa de capacidade de se desenvolverem plenamente.

Considerações finais

A decisão tomada por uma série de países de criar Fundos Soberanos de Riqueza está ancorada em fatores internos e externos a seus Estados de origem. Conhecer as especificidades sistêmicas e a relação entre o crescimento do déficit norte-americano e os consequentes superávits, permitiu que se entendesse as razões pelas quais houve, em determinados momentos e em determinados lugares, um empoçamento da moeda americana. Por sua vez, esse empoçamento - ou o excesso de dólares - em

²³ Para os investidores que migram seus portfólios de públicos para privado (imobiliário e infraestrutura, principalmente) é importante estar nos grandes centros para ter o contato cara a cara com seus pares, banqueiros e corretores; o monitoramento - ainda que se utilizem de agentes externos (alocando parte de seus recursos na mão desses investidores) é importante estar em um grande centro pois muitos desses investidores externos têm escritórios (ou braços) nos grandes centros;

²⁴ Abrir um escritório local por si só já passa um sinal positivo para o governo do país e melhora a relação.

diferentes momentos, tem potencial de gerar problemas macroeconômicos aos países. Dentre esses problemas, a perda de controle sobre o câmbio e seus reflexos na estrutura produtiva do país, na inflação e etc. seriam claros obstáculos ao próprio desenvolvimento. Uma maneira de lidar com esses distúrbios foi criar Fundos Soberanos de Riqueza, o que ocorreu principalmente nas últimas duas décadas (quando a globalização financeira se consolidou), pelos mais variados países, a partir de seus próprios dilemas e objetivos.

Para muitos desses países, os montantes de divisas são tão volumosos que tornaria qualquer mecanismo de reciclagem interna praticamente impossível. A forma encontrada de reciclar esses dólares, acabou sendo o mercado financeiro dos EUA e por conta disso, boa parte dos ativos em mãos dos Fundos acaba se direcionando para o centro do sistema. A razão primeira da criação de um Fundo, portanto, é sempre defensiva. Porém, outros objetivos são incluídos a partir das especificidades de cada país. Outra questão colocada e verificada é que se poderia fazer a reciclagem unicamente por meio de gestores privados. Entretanto, a partir das características do mercado financeiro, pode-se entender as razões pelas quais diversos países decidiram criar estruturas próprias de gestão. Essas estruturas, com suas burocracias particulares, dialogam com as necessidades, vulnerabilidades e trajetórias de cada país (assim como com o poder de sua moeda e sua forma de inserção, seus déficits e superávits) mas são também uma forma de interagir e de adquirir conhecimento sobre o *modus operandi* do mercado e acompanhar suas constantes transformações.

Referências Bibliográficas

AKYÜZ, Y. *Financial liberalization: the key issues*. In: AKYÜZ; HELD (orgs.). Finance and the real economy: issues and case studies in developing countries. United Nations University; Economic Commission for Latin America and the Caribbean, 1993.

AL-KHARUSI, Q., DIXON, A & MONK, A. *Getting Closer to the Action: Why Pension and Sovereign Funds are Expanding Geographically*. Global Projects Center Stanford University, 2014.

CINTRA, M. e MARTINS, A. O Papel do Dólar e do Renmimbi no Sistema Monetário Internacional. In: As transformações no sistema monetário internacional/orgs: Cintra e Martins, Brasília: Ipea, p.211-322, 2013.

CLARK, G. e MONK, A. *Modernity, Imitation, and Performance: Sovereign Funds in the Gulf*. In: Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power. Princeton University Press, 2011.

CLARK, G. e MONK, A. *Sovereign Wealth Funds: Form and Functions in the 21st century*. Nota di Lavoro 140.2010. FEEF, Milano, 2010.

COHEN, B. *International Political Economy: An Intellectual History*. Princeton University Press, 2008.

DE CONTI, B., PRATES, D. & PLIHON, D. O Sistema Monetário Internacional e seu caráter Hierarquizado. In: As transformações no sistema monetário internacional/orgs: Cintra e Martins, Brasília: Ipea, p.23-84, 2013.

DE CONTI, B. Políticas Cambial e Monetária: os Dilemas Enfrentados por Países Emissores de Moeda Periférica. Tese de Doutorado defendida na Universidade Estadual de Campinas, UNICAMP, 2011.

DIXON, A & MONK, A. The Design and Governance of Sovereign Wealth Funds: Principles and Practices for Resource Revenue Management, 2011. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1951573>. Acesso, 08/02/2017.

DIXON, A & MONK, A. *A Simple Typology of Sovereign Development Funds*. Editors: Malan Rietveld and Perrine Toledano. The Frontiers of Sovereign Investment, Columbia University Press, 2016.

- FERRARI, F. A questão externa em John Maynard Keynes: uma visão a partir da Clearing Union. In: Ensaios FEE, Porto Alegre, 11(1), p.143-153, 1990.
- GOTTMANN, J. A evolução do conceito de território. Boletim Campineiro de Geografia, v. 2, n. 3, 2012.
- GRIFFITH-JONES, S. & OCAMPO, J. A. *Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective* (mimeo), 2010.
- HALL, P. & SOSKICE, D. *Varieties of Capitalism – the institutional foundations of comparative advantage*, New York, Oxford Press, 2001.
- HELLEINER, E. *States and the reemergence of global finance*. Cornell University, 1994.
- HICKS, J. *A Market Theory of Money*, Oxford, 1989.
- IPEA. Capacidades Estatais em Países Emergentes: O Brasil em Perspectiva Comparada. Ed. Gomide e Boschi. Rio de Janeiro: IPEA, 2016
- KEYNES, J. M. *The German Transfer Problem*. The Economic Journal, Vol. 39, No. 153, pp. 1-7 Published by: on behalf of the Wiley Royal Economic Society Stable, 1929.
- KERN, S. *Sovereign Wealth Funds: New Economic Realities and the Political Responses*. In: Revue d'économie financière (english ed.). Vol.9. pp. 255-269, 2009.
- KIRSHNER, J. *Sovereign Wealth Funds and National Security: The Dog that Will Refuse to Bark*, Taylor & Francis Group, pp. 305–316, 2009.
- KNAPP, G. F. *The State Theory of Money*. 4ª versão. London: Macmillan & Company Limited, 1924.
- MALLABY, S. *More Money than God: Hedge Funds and the Making of New Elite*. The Penguin Press, New York, 2010.
- MCKINNON, R. I. *The rules of the game: international money and exchange rates*. Cambridge: Mass.; MIT Press, 1996.
- METRI, M. Poder, Moeda e Riqueza na Europa Medieval. Tese de Doutorado defendida na Universidade Federal do Rio de Janeiro, UFRJ, 2007.
- MONK, A. *Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, Legitimacy, and Governance*. In: New Political Economy 14(4), 2008
- PRATES, D. Crises financeiras dos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa. Tese de Doutorado defendida na Universidade Estadual de Campinas, UNICAMP, 2002.

RINALDI, P. Estados e Fundos Soberanos de Riqueza: Instrumentos de retrocesso ou avanço da globalização financeira? Dissertação de Mestrado em Ciência Política defendida na Universidade Estadual de Campinas, UNICAMP, 2010.

ROBBIN, A. *The Geographic Challenges of Establishing Sovereign Wealth Funds in Frontier Markets: A Case Study Analysis*. In: The Sovereign Wealth Fund Initiative Spring 2013, Fletcher School – Tufts University, 2013.

ROLFE, S. e BURTLE, J. O Sistema Monetário Mundial: uma reinterpretação. Trad. Fernando Castro Ferro. 2a ed. Rio de Janeiro, Zahar, 1981. “Parte II – Ascensão e queda do Sistema Bretton Woods”, Caps. 9 e 10. pp. 124-167.

SIAS, R. O Fundo Soberano Brasileiro e suas Implicações para a Política Econômica. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, P. 93-127, dez. 2008

SWF. *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*. International Working Group of Sovereign Wealth Funds. 2008.

TAVARES, M. C. & MELIN, L. E. Pós-escrito 1997: A reafirmação da hegemonia norte-americana, in: TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (org.) Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização, Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.

TORRES, E. A Crise do Sistema Financeiro Globalizado Contemporâneo. 2013 (mimeo).

BASES DE DADOS UTILIZADAS

WORLD BANK - <http://data.worldbank.org/>

SWFI - <http://www.swfinstitute.org/>