



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

**Fundos Soberanos subnacionais e o
financiamento a infraestrutura: inovação financeira e
estratégia de desenvolvimento local para garantir a
riqueza das gerações futuras**

Fernando Amorim Teixeira*

Carmem Feijó**

**Texto Para Discussão - FINDE 23
Agosto / 2022**

* Doutorando em Economia pela Universidade Federal Fluminense (PPGE/UFF),
Professor Substituto da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IRID/UFRJ).

** Professora Titular da Universidade Federal Fluminense (UFF) e pesquisadora
do CNPq



finde.uff@gmail.com



<http://finde.uff.br/>



Rua Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n, Niterói –
Faculdade de Economia, Bloco F, 5º Andar

Resumo

Uma das prerrogativas para a recuperação do dinamismo da economia brasileira é o retorno do investimento produtivo, principalmente em infraestrutura. A construção de uma agenda plausível, por sua vez, exige o desenvolvimento de estruturas de financiamento alinhadas com os requisitos dos projetos. O artigo discute a janela de oportunidade aberta a alguns entes subnacionais diante de um dilema "positivo": a entrada extraordinária de recursos compensatórios das atividades petrolíferas. É o caso do Espírito Santo e dos municípios de Ilhabela, Maricá e Niterói, onde uma parte dos royalties tem se destinado a compor fundos de investimento intertemporal, os chamados Fundos Soberanos de Riqueza. Tais fundos representam uma inovação financeira e tem, como diretriz principal, gerir recursos finitos de forma a beneficiar as gerações futuras. Entretanto, apesar desse objetivo declarado, não há um entendimento único dentro da administração pública de como construir um caminho condizente com a preservação da riqueza internamente às regiões beneficiadas. Nesse sentido, se o que se busca é engendrar um processo de desenvolvimento - entendido como crescimento com mudança estrutural - é essencial que se estabeleçam forças motrizes para a materialização de investimentos estruturantes. Diante do descrito, considera-se que os fundos soberanos subnacionais podem desempenhar um papel central no arranjo institucional e financeiro regional para alavancar investimentos em infraestrutura, se transformando em base para outros investimentos produtivos que visem à diversificação e complexificação da estrutura produtiva. Uma transformação bem-sucedida tende, inclusive, a incrementar receitas futuras para estados e municípios, sem as amarras e suscetibilidades dos recursos de compensação. Por fim, o artigo oferece, em consonância com a literatura sobre experiências de desenvolvimento regional, uma proposta preliminar no sentido de se criar uma agência regional de infraestrutura para coordenar projetos tidos como prioritários e que combine, competências e interesses públicos e privados, realize diagnósticos e adiante recursos de forma compatível com as características dos projetos.

1. Introdução

Projetos de infraestrutura são reconhecidamente investimentos com externalidades positivas sobre a atividade produtiva por pelo menos dois motivos: i) geram emprego e renda através da abertura de oportunidades de investimento, por conta da criação de novos mercados e; ii) contribuem para o aumento da produtividade agregada.¹ Dentre suas principais características, apresentam elevada incerteza durante a longa maturação dos empreendimentos, consideráveis ganhos de escala e alto custo irrecuperável, uma vez que são projetos intensivos em capital na fase de implantação.

Não obstante, o adiantamento de recursos a novos projetos como rodovias, ferrovias, portos, aeroportos, energia e saneamento, dificilmente ocorrerá de forma espontânea ou linear. É necessário, na maior parte das vezes, que haja intencionalidade, vontade política, articulação e coordenação entre expedientes que levem à alocação de recursos de forma eficiente e consequente com as necessidades econômicas, sociais e ambientais. O arranjo financeiro bem-sucedido, demanda forte coordenação de instâncias decisórias quer em âmbito nacional, quer em âmbito regional/local e tende a favorecer as decisões de investimento por longos períodos.

Este artigo discute como janelas de oportunidade podem surgir de tempos em tempos, como é o caso de entradas extraordinárias de recursos de compensação de atividades extrativas, como petróleo e mineração. Em âmbito subnacional, as receitas auferidas oferecem oportunidade de maior autonomia para desenhar institucionalidades voltadas ao desenvolvimento de estados e municípios. Nesse sentido, alguns entes brasileiros vêm se deparando com um dilema positivo: como gastar no presente e ao mesmo tempo “poupar” recursos finitos para as próximas gerações.

É o que se verifica no estado do Espírito Santo e nos municípios de Ilhabela, Maricá e Niterói², onde uma parcela dos recursos extraordinários se destina a ampliar receitas correntes - com regramentos específicos para sua utilização pelo lado da despesa -, enquanto outra tem se transformado em instrumentos de gestão intertemporal, os chamados Fundos Soberanos de Riqueza (FSRs). Nesse segundo caso - tema desse artigo - considera-se uma oportunidade de provimento de *funding*, e de criação de mecanismos de ancoragem de expectativas que tornem tais recursos um ativo, de fato, para as populações locais no longo prazo.

Diante do horizonte temporal tanto das receitas, quanto das características de gestão desses instrumentos, a utilização de fundos soberanos pode atender a diversos fins,

¹ Ver, dentre outros, Calderón e Servén (2003), Estache e Fay (2007), Straub (2008), Araújo (2022).

² Outros entes subnacionais têm manifestado a intenção de criar fundos similares, especialmente estados e municípios da região sudeste do Brasil beneficiados por recursos de óleo e gás, mas também de outras fontes.

compreendendo desde objetivos mais reativos/passivos como de estabilização fiscal, até mais ativos como fomentar políticas de desenvolvimento. O caráter político da decisão sobre o uso das receitas compensatórias sinaliza que não há um consenso na literatura sobre um arranjo institucional “ótimo”.

O objetivo desse artigo, portanto, é mostrar que para que o uso dos recursos extraordinários tenha impacto positivo sobre gerações futuras, é necessário a presença instrumentos de financiamento capazes de direcionar recursos para investimentos estruturantes, como o caso dos setores de infraestrutura. Para compreendermos os elementos dessa institucionalidade, associando as origens e os potenciais usos dos recursos, o artigo contará com quatro seções, além desta introdução e das considerações finais.

Na primeira, discutimos o modelo *finance-funding* como referência para a centralidade da questão do adiantamento de recursos para o financiamento de longo prazo, em particular a projetos de infraestrutura. Na seção seguinte, trazemos um debate sobre fundos soberanos, desafios à gestão e a necessidade de construção de respostas direcionadas, tendo como referência empírica os quatro fundos subnacionais brasileiros em operação. A terceira seção se constitui em uma proposta de como podem oferecer o *funding* e - em conjunto com outros expedientes - formar um arcabouço institucional para financiar uma agenda de infraestrutura regional a partir do chamado Estado de Desenvolvimento Local (EDL). A quarta seção, por fim, apresenta uma proposta preliminar de Agência Regional de Infraestrutura (ARFI).

2. O modelo *finance-funding* e o financiamento a infraestrutura

Por desenvolvimento econômico entende-se, nesse artigo, um processo de crescimento com mudança estrutural que resulte em aumento da produtividade agregada, atendendo as necessidades sociais, e sendo ambientalmente sustentável. As formas de interação entre o público e o privado para promover um projeto de desenvolvimento de tal natureza, pode contar com diversos expedientes, sendo comum que se manifestem via marcos legais, abordagens de governança corporativa, regimes tributários, relações empresa-governo, empresas estatais e privadas, dentre tantos outros.

O investimento em logística, energia, comunicação, ciência básica – para citar alguns setores – se destaca no processo de desenvolvimento econômico pelo seu caráter estruturante para outras atividades. Dentre os mecanismos institucionais para viabilizar uma agenda de projetos de infraestrutura, o arranjo financeiro é fundamental, pois, em suas várias modalidades, deve ser capaz de combinar adiantamento de recursos, habilidades e interesses do Estado (e da sociedade por ele representada) e a capacidade alocativa e inovativa do mercado.

Pressupõe, também, a existência de uma institucionalidade funcional. Ou seja, que ofereça recursos em prazo e condições adequados ao fluxo de caixa dos projetos diante do período de maturação. Assim, no caso dos financiamentos de longo prazo, um arranjo financeiro funcional demanda qualidades diferenciadas para enfrentar riscos inerentes ao descasamento de prazos entre ativos e passivos. Studart e Alves Jr (2019) analisam arranjos financeiros possíveis de acordo com o grau de informação e de incerteza envolvidos na decisão de investimento. Para os casos em que a incerteza é maior, dada a (quase) inexistência de informação relevante, segundo os autores, a presença de instituições financeiras públicas seria essencial para prover informação necessária para balizar decisões econômicas.³

Não obstante, a presença de instituições de caráter estatal levanta a questão sobre os efeitos *crowding-in* e *crowding-out*, que descrevem a atratividade (ou não) entre capital de origem pública e capital privado. O efeito *crowding-in*, ou seja, de maior atratividade, seria mais identificado em projetos de infraestrutura, vistos como complementares a projetos da iniciativa privada (ARAÚJO, 2022)⁴. Já o efeito *crowding-out* se refere à substituição, ou seja, descreve uma situação na qual a participação pública tenderia a afastar o investidor privado.

Keynes e Schumpeter atribuíram papel central à moeda e ao crédito para o crescimento e o desenvolvimento econômico (WHALEN, 2001). Na abordagem de Keynes (1971) o sistema financeiro tem por função, de um lado, prover liquidez no curto prazo (*finance*), e de outro, alocar poupança *ex-post*, transformando dívidas de curto prazo em passivos de longo prazo (*fundings*).

Na prática, o processo de financiamento ao investimento não é trivial, pois ações especulativas (necessárias, inclusive, para o fornecimento de liquidez aos mercados secundários) e o próprio comportamento inovativo intrínseco ao mercado financeiro podem ter efeito desestabilizador no provimento de fundos. Na visão de Minsky (1986;1992), o sistema

³ Diversos formatos de Parcerias Público Privada em infraestrutura são encontrados na literatura. Para citarmos apenas alguns contratos de “chave em mãos” onde o agente privado se torna proprietário do ativo já construído; contratos de criação de infraestrutura nova; contratos de desenho e construção com remuneração fixa; contratos de operação e manutenção; contratos de operação e manutenção com financiamento privado; contratos de operação e gestão; contratos de leasing a longo prazo; contratos de concessão e; empresas de propriedade conjunta (joint ventures). Além disso, as chamadas Sociedades de Propósito Específico (SPEs) foram comuns no Brasil ao longo dos últimos anos como forma de isolar riscos, além de evitar que os administradores tenham discricionariedade sobre a utilização do fluxo de caixa e permitem ao regulador ter informações mais precisas sobre o desempenho econômico-financeiro da concessão (TEIXEIRA & SILVA, 2019).

⁴ Segundo Araújo (2022), a maior parte dos estudos econométricos indica haver uma relação positiva ou entre investimento público e investimento privado no longo prazo. Ademais, a chamada *core infrastructure*, composta basicamente por estradas, ferrovias, portos, aeroportos, energia e saneamento apresenta resultados superiores no que tange ao efeito *crowding-in* do que infraestrutura social (escolas, hospitais, dentre outros). Ver também Froes et al, 2019 para uma avaliação positiva do efeito *crowding-in* do investimento público no caso brasileiro.

financeiro, na busca de lucro, exacerba o ciclo econômico, e as crises financeiras possuem caráter endógeno.

A característica volátil do funcionamento do sistema financeiro implica que o financiamento do desenvolvimento deve contar com combinações de fontes de recursos. Nesta perspectiva analítica, recursos públicos são essenciais à execução do investimento com longo período de maturação e retorno para dar estabilidade financeira e, em complementariedade, a participação financeira privada pode viabilizar mais recursos ao financiamento via mercado de capitais⁵. Portanto, o financiamento de projetos de longa duração implica renunciar a liquidez por longo período.

Por uma perspectiva pós-keynesiana, não é a poupança prévia que determina o investimento, mas a disposição dos agentes econômicos em renunciar a liquidez (CARVALHO, 2016). A poupança, por sua vez, é gerada conforme o investimento se realize e amplie a renda. O circuito do financiamento se completa à medida que a alocação da poupança permita a geração do *funding* que vá ao encontro às características dos retornos dos investimentos ao longo do tempo. A alocação de poupança em títulos com prazo mais longo permite o alongamento de dívidas de investidores, dando estabilidade financeira. Sendo assim, há necessidade de que o circuito *finance-funding* se complete, pois, caso contrário, o grau de incerteza empresarial afetaria a própria decisão dos agentes financeiros em fornecerem novo *finance* (KAWALL, 1995)⁶.

Dessa forma, do ponto de vista da agenda de desenvolvimento, seja ela de âmbito nacional ou subnacional, ancorar expectativas é pressuposto fundamental para que um ciclo de investimento de longa maturação se viabilize⁷. Isso porque os padrões sistemáticos de conduta são gerados a partir das expectativas compartilhadas entre os agentes, sendo que pressupostos, normas e rotinas têm efeitos sobre motivações e comportamento de atores interconectados (CHANG, 2007). O processo de tomada de decisão com horizonte longo de tempo, portanto, depende de uma conjugação de fatores que contribuam para o estado de confiança em expectativas sobre retornos futuros.

⁵ Existem, não obstante, limitações e/ou armadilhas no processo de oferta de crédito. Uma maior elasticidade do crédito, por exemplo, pode gerar algum nível de fragilidade na gestão dos balanços das empresas, culminando em instabilidade sistêmica, fazendo-se necessário o controle externo de uma autoridade institucional (MINSKY, 1986).

⁶ A depender do estágio de desenvolvimento do sistema bancário há ainda maior ou menor possibilidade deste influenciar o lado real da economia (CHICK, 1986).

⁷ Para a literatura neoclássica, o mecanismo *market clear* seria condição suficiente para ancorar a expectativa de financiadores/investidores. A Hipótese de Mercados Eficientes (HME) preconiza que qualquer intervenção do Estado diante do descrito seria ineficaz ou geraria mais ineficiências. Ver Castro (2009).

3. Gestão intertemporal de receitas finitas e os Fundos Soberanos de Riqueza como parte do arcabouço institucional de financiamento ao desenvolvimento

Em meados dos anos 2000, os Fundos Soberanos de Riqueza se tornaram objeto de acalorado debate na esfera internacional diante da proliferação, variedades de objetivos e formas de alocação de portfólio⁸. Segundo Griffith-Jones e Ocampo (2009), dois movimentos sistêmicos foram determinantes para a multiplicação desses instrumentos no período: as crises nos balanços de pagamentos nos anos 1990 e o *boom* dos preços das *commodities* nos anos 2000.

Sendo assim, FSRs podem ser considerados subprodutos da ordem monetária, do papel do dólar na precificação das *commodities* e dos níveis de preços destas internacionalmente⁹. Desde então, os fundos seguiram se expandindo. Em 2021, existiam cerca de 90 espalhados por mais de 50 países e administravam mais de US\$ 8 trilhões em ativos, de acordo com o *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI)¹⁰.

A maior parte desses fundos, tem caráter nacional, com ativos denominados em moeda estrangeira e, também por conta disso, se voltam a gerir superávits externos no exterior, de forma diferenciada do que fazem bancos centrais com as reservas internacionais. Em outras palavras, são parte do arcabouço macroeconômico dos países, atuando na intersecção entre a política monetária (contribuindo com a esterilização da moeda doméstica por meio de reciclagem externa¹¹) e a política fiscal (com regramentos específicos para sua saques e utilização).

A literatura sobre Fundos Soberanos de Riqueza no fim dos anos 2000 se concentrava em dois aspectos: ora atentava para as determinantes econômico/financeiros dos investimentos, com foco na estrutura de portfólio, riscos e retornos (KERN, 2009); ora à perspectiva política, dando ênfase ao fato de serem atores estatais que buscavam influenciar o mercado privado, principalmente em setores estratégicos (KIRSHNER, 2009). Na prática, esses dois elementos se conjugam na definição de objetivos, regramentos e delimitação de investimentos, não sendo, portanto, mutuamente excludentes. Em outras palavras, é da natureza desse tipo de expediente combinar vontades políticas com gestão técnica/econômica¹².

⁸ Pairava no ar, naquele momento, certa desconfiança diante de comportamentos tidos como “pouco ortodoxos” por parte de determinados fundos, havendo rápida reação no sentido de estabelecer regras de boa conduta (DIXON & MONK, 2011).

⁹ Cabe mencionar que cerca de 65% dos fundos existentes foram criados a partir da segunda metade da década de 1990, auge da liberalização financeira.

¹⁰ Dados disponíveis em <https://www.swfinstitute.org/>

¹¹ Para uma discussão sobre fundos soberanos e reciclagem externa, ver Teixeira, 2017.

¹² Quanto às formas de gestão, destacava-se na literatura pós-2008 uma ênfase na internalização de processos e gestão de portfólio. Segundo Al-Kharusi, Dixon e Monk (2014) ao internalizar tais processos objetiva-se o

Para lidar com essas vicissitudes - e tendo em vista o impacto que os investimentos estavam gerando no mercado financeiro internacional -, os chamados 'Princípios de Santiago', firmados em 2008, estabeleceram que seus signatários deveriam contribuir para a manutenção da estabilidade sistêmica, do livre fluxo de capital e de investimento. Além disso, teriam que manter uma estrutura de governança sólida e transparente, com controles operacionais adequados, gestão de riscos e prestação de contas sistemáticos (HAMMER, KUNZEL & PETROVA, 2008).

3.1. Os fundos soberanos subnacionais brasileiros: desafios e a necessidade de construção de respostas direcionadas

Geralmente, seis grandes objetivos se colocam no leque de opções de um FSR: i) poupança intergeracional; ii) estabilização; iii) financiamento do Estado; iv) diversificação de carteira de ativos; v) estratégico; e vi) desenvolvimento¹³. Na prática, é comum que outros objetivos correlacionados surjam, mas, geralmente, se associam a esses. Ademais, fundos com tais características podem ter mais de um objetivo e/ou mais de um fundo pode se conformar para atender a diversos objetivos (TEIXEIRA, 2017).

No ano de 2008, o governo brasileiro criou o chamado Fundo Soberano do Brasil (FSB)¹⁴. Seu objetivo declarado era de mitigar os efeitos dos ciclos econômicos, formar poupança pública, promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior e fomentar projetos de interesse estratégico do país. Entendia-se que, até 2023, o fundo se consolidaria como

desenvolvimento de expertise interna aos fundos. Ademais, a necessidade de uma maior diversificação nos investimentos em um ambiente de menores retornos no pós-crise financeira internacional ensejou um movimento com vistas a melhor compreender as complexidades das alternativas de investimentos. Dentre os benefícios de ter uma gestão interna de pelo menos parte dos recursos, estaria melhorar o manejo de assimetrias, acompanhar inovações e transformações, permitir a apropriação de conhecimento e mapear ações de competidores. Esta é uma experiência interessante de ser observada na busca

¹³ Detalhando um pouco esses objetivos. i) Poupança Intergeneracional: busca transformar a riqueza presente (finita) em riqueza futura. Tem, portanto, caráter intergeracional e está associado a países exportadores de commodities, refletindo a dificuldade de diversificação produtiva. ii) Estabilização: busca esterilizar o impacto inflacionário dos fluxos cambiais e a volatilidade dos preços das matérias primas e seus impactos no lado fiscal. iii) Financiamento do Estado: foca na estabilização intertemporal e na preservação de superávits (fiscais, comerciais e reservas), atenuação de flutuações cíclicas e choques de preços. iv) Diversificação de Carteira de Ativos: se relaciona diretamente com o portfólio do fundo e da possibilidade de maiores retornos por conta de alguma mudança conjuntural. v) 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. vi) Desenvolvimento: este objetivo está atrelado mais a fatores domésticos do que externos, no sentido de direcionar a poupança para investimentos internos de longo prazo.

¹⁴ O FSB foi um fundo público vinculado ao Ministério da Fazenda. Poderiam constituir recursos do FSB: recursos do Tesouro Nacional; ações de sociedades de economia mista federal excedentes ao necessário para a manutenção de seu controle pela União ou outros bens com valor patrimonial; resultados de aplicações financeiras à sua conta; títulos da dívida pública mobiliária federal.

instrumento eficaz de gestão de riqueza intertemporal. Por uma série de razões - que extrapolam a proposta do artigo -, relegou-se ao longo dos anos um papel secundário dentro na institucionalidade financeira brasileira, extinguindo-o, oficialmente, em 2019.

Com o considerável crescimento da extração *off-shore* no litoral sudeste do Brasil nos últimos anos, alguns estados e municípios têm se deparado com o dilema de como gerir o enorme volume de recursos entrantes em seus orçamentos. Diante disso, criar fundos soberanos com conformações e objetivos próprios se tornou uma opção, sendo que, desde 2017, quatro fundos subnacionais foram lançados pelos municípios de Maricá, Niterói, Ilhabela e pelo estado do Espírito Santo. O crescimento acelerado das receitas, permitiram que, em junho de 2022, esses fundos administrassem cerca de R\$ 3 bilhões, em conjunto.

Esses quatro fundos, em suas respectivas leis originadores e documentos oficiais, manifestam compromisso com as gerações futuras (ANEXO 1). Entretanto, não há clareza - nem consenso - sobre como construir mecanismos de materialização desses compromissos de longo prazo. Como obstáculos a formulação de políticas, por um lado encontra-se a cultura fiscalista e a judicialização do gasto que tendem a paralisar quaisquer iniciativas. Dentre outros fatores, uma das consequências imediatas está na formulação de estratégias de gestão de ativos mais conservadoras e orientada por *expertises* - e interesses - do mercado financeiro (mais equipado tecnicamente para a gestão de risco e retorno, porém com o viés de curto prazo).

Os repasses da União para os entes subnacionais a título de compensação financeira às unidades federativas que produzem petróleo e gás natural, se constituem em *royalties* e participações especiais¹⁵. O montante recebido pelos entes, porém, depende de uma série de variantes que fogem ao controle dos gestores locais tal qual o preço do barril, o nível da taxa de câmbio doméstica, dentre outros¹⁶.

Por não fazerem parte do arcabouço macroeconômico - como no caso dos fundos nacionais - existem menos amarras para a definição de objetivos e construção de caminhos para alcançá-los. Vale lembrar que receitas de compensação estão condicionadas a atividades que potencialmente impactam determinado território. Se justificam por conta da alienação de um recurso público não-renovável, por impactos ambientais gerados pela atividade petrolífera, pelo aumento da demanda por serviços públicos em decorrência dessa atividade e pela ocupação do território relacionada com a indústria extrativa.

Sendo assim, o grande dilema não está “apenas” em como valorizar os ativos administrados, senão em como permitir que as gerações futuras, em âmbito local/regional se

¹⁵ <https://www.gov.br/anp/pt-br/assuntos/royalties-e-outras-participacoes>

¹⁶ Inclui-se aí a produtividade da extração dos poços geradores de recursos para cada ente federativo, por exemplo.

beneficiem de recursos de uma atividade econômica finita. Dessa forma, se torna um desafio primordial definir objetivos que se associem e justifiquem essa origem, formular políticas de investimentos condizentes com esses objetivos e estabelecer regramentos de transparência para a gestão dessa riqueza.

Como os fundos miram o longo prazo, pensar em promover mudanças na estrutura produtiva que permitam a substituição no futuro da riqueza finita por uma riqueza perene, se faz necessário. Este grande objetivo, ademais, tenderia a promover ganhos de legitimidade perante a atores políticos, econômicos e órgãos de controle. Seria uma agenda de gastos que extrapolariam ações assistenciais de curto prazo e o imediatismo relacionados aos períodos dos mandatos.

Existe ainda uma série de desafios que demandam aprimoramento das capacidades estatais para formular estratégias para uma gestão consciente e consequente por parte dos fundos: a ausência de uma legislação específica; a falta de um entendimento comum e pacificado sobre o que são esses fundos entre os diversos *stakeholders*; a não existência de instrumentos correlatos para servirem de referência no país; a carência de profissionais especializados na gestão financeira de fundos públicos (ainda mais para investimento com retorno longo de tempo); e um possível cenário de queda dos recursos de *royalties* no futuro. Em suma, há limites associados a dificuldade para estabelecer e perseguir desafios, objetivos, governança, regramentos, legitimidade, entre outros. Mas há também oportunidades.

Do ponto de vista econômico-financeiro, há de se atentar, por exemplo, para a fase de capitalização ou de maturidade da construção da reserva do fundo, a identificação das potencialidades da região beneficiada e a própria capacidade de se utilizar os royalties como *funding* para atrair o investimento privado para projetos.

Ainda no campo das possibilidades, podemos citar o horizonte temporal de entrada de recursos (não tão alongado por conta do potencial dos poços e da própria emergência de transição energética) e o perfil de investidor institucional de longo prazo sem a necessidade de uma administração de passivo tão ajustada como no caso de fundos de pensão. Essas duas características devem ser destacadas pois permitem maior flexibilidade no uso dos recursos para investimentos que repercutam nas regiões, gerando frutos para as populações no território.

Identifica-se, portanto, que existe uma lacuna no entendimento sobre gestão intertemporal que dê concretude à expressão 'poupar a riqueza para gerações futuras'. O que se propõe nesse artigo é que uma parte da gestão dos fundos se volte a 'investir' uma parcela dos recursos com vistas a gerar as bases para o desenvolvimento local. Como consequência, no médio/longo prazo haveria substituição de receitas finitas e geração de riqueza alternativa, o

que alavancaria a capacidade de implementação de políticas nos estados e municípios em questão.

4. Financiamento a infraestrutura regional a partir de fundos soberanos subnacionais

Diante do que foi discutido na seção 2 no que tange as características necessárias ao sistema financeiro para o financiamento a projetos de infraestrutura, e na seção 3, sobre possíveis objetivos a serem perseguidos pelos fundos, esta seção tem caráter propositivo. Se o que se busca é engendrar um processo de desenvolvimento, se torna imprescindível separar o uso dos recursos para satisfazer demandas sociais imediatas (necessárias) e a alocação dos recursos para gerar valor adicionado e aumentar a riqueza a longo prazo. Assim, deve-se estabelecer as ações que sirvam de mola propulsora para a geração de emprego e renda de maior qualidade localmente.

Nesse sentido, considera-se plausível a proposição de uma inovação institucional em que os fundos subnacionais brasileiros - geograficamente localizados em uma região específica do país -, possam se associar por meio de algum mecanismo particular para, em conjunto, formarem parte do arcabouço de financiamento a infraestrutura.

Tal estratégia, mais associada ao objetivo “desenvolvimento”, não excluiria ações relacionadas a outros possíveis objetivos declarados. Em verdade, a depender do investimento realizado, tenderia a reforçar as capacidades de poupança intergeracional, estabilização, equalização de receitas, dentre outros. Direcionar investimentos para setores de infraestrutura seria, assim, uma contribuição efetiva para organizar/articular uma agenda de desenvolvimento regional.

Nos últimos anos, aliás, diversos fundos soberanos ao redor do mundo têm atuado nessa direção, especialmente quando associados aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODSs). De acordo com Sharma (2017),

There are a number of innovations occurring in which Governments have recognized the value of partnering directly with long-term institutional investors such as sovereign funds. These include setting up sovereign development funds with a specific mandate for investment in the infrastructure sector, such as the National Investment and Infrastructure Fund (NIIF) in India and the practice of Governments “offloading” assets to sophisticated institutional investors, as in Australia and Canada. There are lessons from these initiatives that can be applied to many other regions (SHARMA, 2017:2).

Sendo assim, os fundos soberanos brasileiros poderiam alocar uma parte de sua carteira como *funding* para financiamentos a projetos em âmbito regional ou sub-regional. Ao exacerbar os limites geográficos dos entes mais beneficiados, poderia haver ganho econômico - de escala - para os investidores diretos, além de ganho político para estados e municípios. No segundo caso, basta atentarmos para o caráter redistributivo e as externalidades positivas de projetos intermunicipais para municípios vizinhos que, por uma questão latitudinal e longitudinal, não acessam tantos recursos de compensação.

Esta estratégia apresentaria benefícios de médio e longo prazo para as populações locais, pelas evidentes melhorias em termos de saneamento, transporte, telecomunicação (ou que fosse priorizado). Em termos de retorno econômico-financeiro – ainda que de difícil mensuração *ex-ante* – a construção e manutenção dos ativos poderiam, por exemplo, atrair empresas importantes para as regiões. No curto prazo, o investimento de parte dos recursos do FSR para compor o *funding* – remunerado abaixo da taxa de retorno quando comparado a algum outro investimento financeiro -, poderia transparecer uma má alocação em termos de custo de oportunidade. Ao longo do tempo, entretanto, emergiriam os benefícios dessa escolha em termos de melhoria de vida da população, aumento da produtividade e da arrecadação.

4.1 Porque o sistema financeiro privado não atende ao desenvolvimento local

O Brasil conta com uma institucionalidade financeira bastante sofisticada. No âmbito público, além de cinco bancos públicos federais, há outros cinco bancos comerciais estaduais, três bancos de desenvolvimento controlados por estados e outras 16 agências de fomento (instituições financeiras não bancárias que atuam de forma similar a bancos de desenvolvimento). Os bancos privados, por outro lado, desenvolveram uma gestão microeconômica bastante eficiente em termos de lucratividade e rentabilidade, mas deixam a desejar em termos de crédito, sua distribuição no território nacional e os custos desse serviço.

Essas características do sistema financeiro geram lacunas ao financiamento de determinados segmentos, especialmente aqueles que demandam crédito de longo prazo, e criam impedimentos à redução de desigualdades regionais e sub-regionais. A concentração do sistema financeiro nas regiões mais desenvolvidas, canaliza os recursos para essas regiões. Mesmo que o retorno social do financiamento ao setor produtivo tenha impacto apreciável, este pode não ocorrer se não for justificado pelo retorno privado que as instituições financeiras tendem naturalmente a priorizar (STIGLITZ, 1993).

Considerando o processo de causalção circular cumulativa¹⁷, as instituições financeiras lucram com economias de escala dinâmicas e reforçam as desigualdades regionais sempre que transferem dinheiro das regiões mais carentes para as mais ricas (ARMSTRONG & TAYLOR, 2000). Esse papel negativo do sistema financeiro é conhecido pelo termo “vazamento de depósitos”, ou seja, os depósitos nas regiões menos favorecidas acabam “vazando” para as regiões mais desenvolvidas pelo simples motivo de que as primeiras são importadoras líquidas de bens e serviços das regiões que fornecem recursos produtivos.

Assim, as instituições financeiras privadas tendem a ofertar mais crédito a regiões que apresentam maior grau de desenvolvimento econômico, associadas a menores incertezas e com mais informação disponível. Esse processo reforça as desigualdades e assimetrias entre as diversas regiões do país ou mesmo sub-regiões internamente às unidades da federação, gerando efeito concentrador no que se refere ao crédito. (HORN & FEIL, 2019). Assim, ainda que os FSR estejam concentrados em regiões centrais do Sudeste, são sub-regiões menos desenvolvidas que têm menos acesso a serviços financeiros.

A implementação de políticas voltadas ao desenvolvimento em âmbito regional depende, portanto, da disponibilidade e da utilização direcionada de uma série de instrumentos, como fundos, agências de desenvolvimento, bancos públicos, incubadoras, universidades, entre outros expedientes de coordenação. Fundos soberanos podem formar parte desse arcabouço, contribuindo com recursos que respeitem maturidades distintas quando articulados com outros instrumentos em âmbito regional e nacional.

Mas como os fundos soberanos brasileiros podem se articular com as demais institucionalidades financeiras municipais, estaduais e federais, para fortalecer capacidades necessárias a um processo de desenvolvimento regional/local?

Antes de iniciarmos a resposta, porém, ressalta-se que uma conjugação de interesses de tal natureza, ou seja, com disponibilização direta de recursos parafiscais, seria como uma espécie de consórcio, e, por conta disso, tende a enfrentar percalços legais, políticos e/ou institucionais (ISMAEL, 2005; DIEGUEZ, 2011) para se institucionalizar. Nessa linha, a literatura sobre o chamado Estado de Desenvolvimento Local pode trazer insumos importantes para a reflexão.

¹⁷ Termo cunhado por Gunnar Myrdal (1898-1987), economista sueco, que combinava fatores econômicos, políticos e institucionais além de aspectos do lado da oferta e da demanda por moeda, para um entendimento ampliado das dinâmicas regionais.

4.2. O Estado de Desenvolvimento Local

A discussão sobre o papel do Estado em diferentes estratégias de desenvolvimento, geralmente, parte de processos desenhados de cima para baixo, ou seja, a partir do Estado Nacional. Novas perspectivas, entretanto, têm surgido, como é o caso do Estado de Desenvolvimento Local (EDL). Por esse prisma, regiões, estados e municípios se tornam atores centrais, tendo em vista a proximidade com a realidade e as demandas locais, podendo dar contribuição mais certa ao processo (BATEMAN, 2017).

Ademais, por estarem associados ao aspecto democrático e responsivo da localidade, frente ao distanciamento existente por parte do aparato federal, isso pode significar em maior legitimidade e aumento das capacidades de empreender políticas aderentes às necessidades de desenvolvimento de cada região (TEIXEIRA, FEIJÓ & BATEMAN, 2021). A importância dos EDLs se manifesta também pelo fato de entes subnacionais deterem maior flexibilidade do que governos centrais para realizarem mudanças de mercado e desenvolverem tecnologias e inovações capazes de dar resposta a economias de escala com baixos níveis de produção (garantindo maior qualidade e especificação).

Essa mudança de paradigma, se apresenta em consonância com outras transformações políticas ao longo das últimas décadas. Em muitos países, os entes subnacionais se tornaram mais empoderados para ofertarem estruturas de suporte institucional, programas de sustentação a empresas, além de conectar economias coletivas de escala e escopo em *clusters*, redes e cadeias subcontratadas. O principal benefício de um modelo desse tipo reside em sua capacidade de construir vantagens comparativas inteiramente novas em nível local, além de explorar aquelas já existentes (BATEMAN, 2017)¹⁸.

Segundo essa perspectiva, o EDL seria mais apto a promover tipos “corretos” de empreendimentos, intimamente associados à transformação estrutural, à diversificação e ao crescimento sustentado. Existiriam ainda duas formas básicas de se construir EDLs, em cooperação com o Estado, sendo este um “modelo híbrido” (*bottom-up – top-down*), e uma forma menos trivial, mas ainda assim possível, os chamados “modelos puros” ou apenas *bottom up*.

Nesse sentido, mecanismos de geração de renda e gestão de poupanças podem viabilizar processos de desenvolvimento autônomos de acordo com as demandas locais e demarcar limites e possibilidades dos processos de desenvolvimento. Diante disso, pode-se intuir que as

¹⁸ Tais características permitem que o principal fator de desenvolvimento ocorra por interconexões verticais e horizontais (BATEMAN, 2017, p. 9).

localidades que subitamente se deparam com receitas extraordinárias de recursos naturais estão em plenas condições de criar um EDL bem-sucedido e que este, se bem desenhado, pode gerar previsibilidade para investidores privados e assim viabilizar infraestruturas coordenadas, com múltiplas funções econômicas e sociais.

4.3. Os fundos subnacionais brasileiros em uma agenda de financiamento a infraestrutura

O fator que conecta as decisões políticas de municípios ou estados que decidiram criar mecanismos de gestão de receitas oriundas de recursos naturais é a temporalidade. Ou seja, existe uma janela única (num íterim de tempo específico) para que políticas de curto, médio e longo prazo possam ser empreendidas coordenadamente e que, quando não (ou mal) aproveitadas, tendem a gerar resultados perversos.

É comum, por exemplo, que formas distintas de apropriação e capturas políticas e/ou financeiras torne os fundos instrumentos meramente passivos, na melhor das hipóteses, equalizando receitas fiscais sem considerar que tais receitas também são finitas caso não haja aumento da arrecadação via mudança estrutural no território. Há ainda casos de utilização associada a políticas assistenciais que tampouco permitem transformações na estrutura produtiva ou aumento da produtividade em âmbito regional/local, ou seja, tendem a inviabilizar o processo de desenvolvimento.

Por outro lado, quando se decide associar esses fundos a propósitos de desenvolvimento, é imperativo que se criem institucionalidades capazes de auxiliar a alocação dos recursos, partindo do pressuposto da impossibilidade um único fundo, sem uma coordenação mais ampla, dar conta de tamanho desafio. É necessário, capacidade de realização de diagnósticos acerca das necessidades, carências e demandas de infraestruturas em âmbito local/regional, conhecer as fontes de recursos disponíveis e como o sistema financeiro opera regionalmente.

Transformar recursos financeiros em investimento produtivo demanda, ademais, uma agência de caráter público voltada para a promoção de infraestrutura. Mais uma vez, o casamento entre o perfil intertemporal dos fundos - sem uma administração de passivos tão rígida - como no caso de fundos de pensão - e os prazos mais estendidos de maturação dos projetos torna possível manejar os tipos de investimentos presentes na carteira de cada fundo¹⁹.

Projetos de infraestrutura, ademais, podem não encontrar, inicialmente, o apoio necessário (em virtude dos riscos e dos baixos retornos iniciais) sem que uma institucionalidade

¹⁹ Se poderia ainda, desenvolverem-se empresas-chave de propriedade estatal local ofertando produtos e serviços diretamente (contratos, treinamento, novos negócios) e indiretamente, fornecendo apoio financeiro para outros projetos de desenvolvimento.

mais ampla balize expectativas nesse sentido. É nesse sentido que a construção de um Estado de Desenvolvimento Local pode oferecer as bases para financiamento do investimento. À medida que o ciclo virtuoso se formar, haverá maior possibilidade de redução dessa tendência, incentivando a oferta de crédito local e aumentando a capilaridade do sistema financeiro como um todo. Investidores privados, ademais, tenderiam a se sentir atraídos em consequência do empuxo inicial e forneceriam recursos complementares às necessidades dos projetos.

5. Agência Regional de Financiamento a Infraestrutura (ARFI): uma proposta de utilização de fundos soberanos em um contexto de EDL

Diante do que foi discutido e tendo em vista o pouco tempo de existência e a diversidade de objetivos (ver quadro no Anexo) atualmente elencadas pelos fundos subnacionais brasileiros, uma solução interessante de utilização de parte dos recursos dos fundos seria conformar uma agência de financiamento a infraestrutura em âmbito regional, que para simplificação trataremos daqui para frente pela sigla ARFI.

A institucionalidade que será descrita nas próximas linhas, entretanto, não seria um consórcio *per se*, senão parte de institucionalidade ancorada na ideia de Estado de Desenvolvimento Local. Nesse sentido, os fundos soberanos disponibilizariam o *funding* principal²⁰, mas a ARFI estaria associada a diversos outros expedientes já existentes. Isto é, capacidade financeira e técnica para realização de diagnósticos e definição de prioridades regionalmente, atuando como braço de planejamento e execução para os entes subnacionais.

5.1. Proposta preliminar de uma ARFI

Pensando em termos da região beneficiada, o litoral do sudeste brasileiro, uma ARFI deveria operar em conjunto com bancos de desenvolvimento regionais e agências de fomento estaduais. Previamente, podemos identificar Agência Estadual de Fomento do Rio de Janeiro (AgeRio), a Agência de Fomento do Estado de São Paulo (Desenvolve SP) e o Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo (Bandes). Essas agências de promoção de investimentos podem ainda fornecer, de forma auxiliar, produtos financeiros com prazos e custos adequados para a construção de uma cadeia de insumos relacionadas aos setores de infraestrutura estimulados²¹.

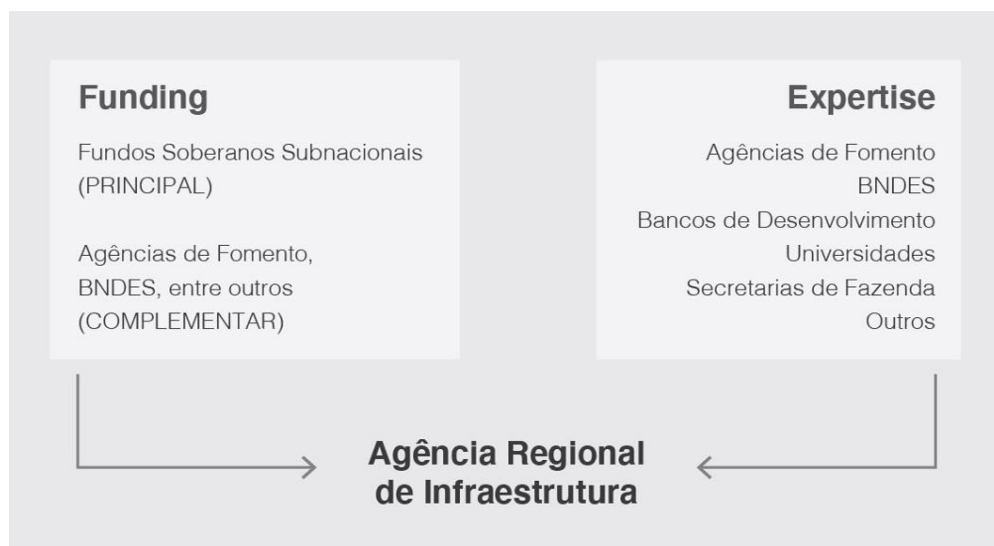
²⁰ Sendo remunerados à uma taxa estável, nos moldes do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) na sua relação com o BNDES. Inclusive a expertise poderia ser emprestada.

²¹ Essa estratégia, de mais longo prazo, contrastaria com a estratégia prevalentes nos últimos anos de utilizar tais instrumentos para fomentar majoritariamente programas de microcrédito - ao invés de negócios com maior potencial de promover a mudança estrutural -, ficando refém de agendas políticas de curto prazo.

Um comprometimento de recursos como *funding* complementar por parte de tais agências – e do próprio Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) - poderia incrementar capacidades de financiamento, diluir riscos e capturas (políticas e financeiras) relacionadas a agendas eleitorais ou interesses de curto prazo. Seria, portanto, a materialização de institucionalidade nos moldes do modelo híbrido do Estado de Desenvolvimento Local descrito na seção 4.1.

A figura abaixo visa ilustrar a proposta em questão:

FIGURA 1 – Esboço da conformação da Agência Regional de Financiamento a Infraestrutura



Além disso, utilizando-se das capacidades, técnicas e financeiras existentes, a ARFI poderia ser instrumentalizada para elaborar uma carteira de investimentos que dialogasse com às diretrizes dos planos plurianuais e/ou dos planos diretores de cada ente, propor mecanismos de direcionamento de crédito, desenhar garantias, dentre outros.

Por fim, com essa proposta, apenas uma parcela dos recursos dos fundos soberanos subnacionais teria esse objetivo de desenvolvimento e seria alocado, gerido e remunerado por meio da ARFI, sendo que o restante, poderia se voltar a uma alocação de portfólio mais conservadora, em linha com fundos institucionais no binômio risco-retorno.

6. Considerações Finais

Neste artigo, discutiu-se aspectos de como uma institucionalidade voltada para o desenvolvimento pode ser trabalhada a partir de receitas extraordinárias de recursos naturais finitos. Do ponto de vista teórico, ressaltou-se que o financiamento ao investimento de longo prazo necessita *funding* estável que, por fortuna, pode ser propiciado por fundos soberanos e outras agências de desenvolvimento com o intuito de respeitar maturações e retornos.

A organização desses instrumentos poderia se dar através da construção de um arcabouço institucional mais amplo dentro do chamado modelo híbrido de Estado de Desenvolvimento Local. Em termos concretos, a proposta vai no sentido da criação de uma Agência Regional de Financiamento a Infraestrutura disponíveis, uma inovação institucional composta por recursos e expertises dos quatro Fundos Soberanos Subnacionais brasileiros e de outras agências de promoção de desenvolvimento.

Como justificativa política, em termos de retorno de longo prazo, haveria uma associação direta e indireta com o aumento da produtividade, a geração de emprego e renda, atração de empresas e o aumento de arrecadação futura em decorrência dessas atividades. Importante chamar a atenção que esta seria uma forma de gestão intertemporal comprometida com as populações dos territórios que são impactados pela atividade extrativa, ou seja, um ativo para as gerações futuras dessas regiões, dado que poderia otimizar capacidades de adequação às realidades locais, contrastando com a gestão convencional de um ativo financeiro.

Apontamos que nos objetivos declarados, todos os fundos constituídos até o momento se comprometem com o desenvolvimento de longo prazo. Contudo, a gestão dos ativos tem sido tratada de forma convencional, ou seja, como fundo institucional de investimento que se utiliza de serviços de gestores do mercado, atados em termos microeconômicos ao binômio risco-retorno e custo de oportunidade. Esse tipo de política desconsidera por completo tantos outros fatores, *spillovers* próprios dos processos de desenvolvimento. A tendência seria de deslocar recursos para outras regiões e setores, não gerando melhoria de vida das populações e das gerações futuras localmente. Exceção a esta regra é o fundo do Espírito Santo, que tem seus ativos administrados pelo banco de desenvolvimento do estado, o BANDES, e pelo banco público estadual, o Banestes.

Acredita-se que para além de manter o valor dos recursos financeiros que fazem parte dos fundos ao longo tempo, é necessário alocá-los de forma estratégica e, para tanto, financiar infraestrutura é uma solução apropriada pelo efeito *crowding-in* do investimento público. Para tanto, uma Agência Regional de Financiamento a Infraestrutura pode criar as condições necessárias para que investimentos ocorram nas faixas litorâneas compreendidas entre litoral norte de São Paulo e o Espírito Santo. Essa agência teria a incumbência de realizar diagnósticos, definir prioridades, planejar em conjunto com instrumentos de fomento estaduais e secretarias de fazenda e desenvolvimento, quais projetos trariam maiores benefícios e externalidades positivas à região.

Por fim, mas não menos importante, tal proposta não afetaria negativamente o quadro fiscal presente dos entes subnacionais no curto prazo, e teria alto potencial arrecadatário no

futuro próximo, além de construir as bases para o desenvolvimento econômico e social dessas regiões, legado mais importante para as gerações futuras. Em outras palavras, a chamada maldição dos recursos naturais, poderia se transformar, de fato, em benção para os entes subnacionais brasileiros.

7. Referências Bibliográficas

AL-KHARUSI, Q.; DIXON, A; MONK, A. Getting Closer to the Action: Why Pension and Sovereign Funds are Expanding Geographically (January, 2014). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2380277>. Acesso em: 22/02/2020.

ALVES JR, A.; MODENESI, A.; ANDRADE, L.; GUERRA, G. Sistema de Garantias Públicas para o investimento em infraestrutura na Europa e no Brasil: panaceia em tempos de austeridade? In: Revista Tempo do Mundo, IPEA. V. 4, n. 1, jan. 2018.

ARAUJO, B. O Papel da Infraestrutura em Modelos de Crescimento Macroeconômicos: Avaliação de Impacto a Partir de Metarregressão. TD 2737, IPEA, Brasília, fevereiro de 2022. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2737.pdf. Acesso em: 25/02/2022.

ARMSTRONG, H.; TAYLOR, J. Regional Economics and Policy. 3ª ed. London: Blackwell Publishing, 2000.

BATEMAN, M. Bringing the Local State Back into Development: The ‘Local Developmental State’ and the Promotion of Sustainable Economic Development and Growth from the Bottom-Up (October 21, 2017). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3057226>. Acesso em: 02/10/2020.

CALDERÓN, C. & SERVÉN, L. The Effects of Infrastructure Development on Growth and Income Distribution. Grupo Banco Mundial, Washington, 2004. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/14136>. Acesso em: 12/10/2020

CARVALHO, F. J. C Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva pós-keynesiana. In: Silva, M.L.F. (org.) Moeda e produção: teorias comparadas. Ed. Universidade de Brasília, 1992.

CARVALHO, F. J. C. de. On the nature and role of financial systems in Keynes’s entrepreneurial economies, Journal of Post Keynesian Economics, vol 39, no. 3, 2016

CASTRO, L. B. Regulação Financeira: Teoria, Acordos de Basileia e Experiência Recente do BNDES. Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.

CHANG, H. Institutional Change and Economic Development. United Nations University Press, setembro, 2007.

CHICK, V. The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. Economie et Societés. Cahiers de l’IMSEA, Serie Monnaie et Production, 3, 1986

DIEGUEZ, R.C. Consórcios Intermunicipais em foco: debate conceitual e construção de quadro metodológico para análise política e institucional. In: Cadernos do Desenvolvimento, v. 6, n. 9 Cadernos do Desenvolvimento (julho - dezembro de 2011).

DIXON, A.; MONK, A. Dixon, Adam D. and Monk, Ashby, The Design and Governance of Sovereign Wealth Funds: Principles & Practices for Resource Revenue Management (October, 2011). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1951573>. Acesso em: 08/04/2016.

ESTACHE, A. & FAY, M. Current Debates on Infrastructure Policy. Policy Research Working Paper, 4410, World Bank, Washington, 2007. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/7651>. Acesso em: 03/01/2021.

GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A. Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective. *Revue d'Economie Financière*, English ed., v. 9, n. 1, janeiro de 2009.

HAMMER, C.; KUNZEL, P.; PETROVA, I. Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices. International Working Group of Sovereign Wealth Funds, 2008. IMF WP 08/254. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08254.pdf>. Acesso em: 01/05/2016.

ISMAEL, R. Nordeste: a força da diferença: os impasses e desafios na cooperação regional. Recife: Fundação Joaquim Nabuco, 2005.

HIRSCHMAN, A. Strategy of Economic Development. Yale University Press. Fundo de Cultura, Rio de Janeiro, 1958.

HORN, C. H. & FEIL, F., 2019. Instituições financeiras de desenvolvimento regional e os desafios do Sistema Nacional de Fomento. In: *Economia e Sociedade*, janeiro-abril, Volume v 28, n. 1, pp. 227-254.

KAWALL, C. O financiamento da indústria e infraestrutura no Brasil: Crédito de longo prazo e mercado de capitais. Tese de Doutorado defendida na Universidade Estadual de Campinas, UNICAMP, 1995.

KERN, S. Sovereign Wealth Funds: New Economic Realities and the Political Responses. In: *Revue d'Economie Financière*, English ed., v. 9, n. 1, janeiro de 2009.

KEYNES, J.M. The "ex-ante" theory of the rate of interest and money London, Royal Economic Society. The collected writings of Jonh Maynard Keynes, 1971.

KIRSHNER, J. Sovereign Wealth Funds and National Security: The Dog that Will Refuse to Bark. In: *Geopolitics*, v. 14, n. 2, pp. 305-316, 2009.

MINSKY, H. Stabilizing an Unstable Economy. Yale University Press, 1986.

MINSKY, H. The financial instability hypothesis. Annandale-on-Hudson: Levy Institute WP n. 74, 1992. Disponível em: <https://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>. Acesso em: 04/03/2021.

REIS, C.; DE ARAÚJO, E.; GONZALES, E. Public Investment Boosted Private Investment in Brazil between 1982 and 2013. In: *Journal of Economics*, v. 53, p. 813-840, 2019.

SHARMA, R. Sovereign Wealth Funds investment in sustainable development sectors. Global Projects Center, Stanford University, 2017. Disponível em: https://www.un.org/esa/ffd/high-level-conference-on-ffd-and-2030-agenda/wp-content/uploads/sites/4/2017/11/Background-Paper_Sovereign-Wealth-Funds.pdf. Acesso em: 03/07/2022.

SECCARECCIA, M. Keynesianism and public investment A Left-Keynesian perspective on the role of government expenditures and debt. In: *Studies in Political Economy*, Volume 46:1, pp. 43-78. 1995.

SIFFERT, N.; ALONSO, L.; CHAGAS, E.; SZUSTER, F.; SUSSEKIND, C. O papel do BNDES na expansão do Setor Elétrico nacional e o mecanismo do Project Finance. TD BNDES, Rio de Janeiro, 2009. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/bnset/Set2901.pdf. Acesso em: 30/07/2018.

STIGLITZ, J. The Role of the State in Financial Markets. Proceedings of the World Bank Conference on Development Economics, Washington DC: World Bank, 1993.

STUDART, R.; ALVES JR., A. Eficiência e Funcionalidade do Setor Financeiro no Desenvolvimento. In: FEIJÓ, C.; ARAÚJO, E. (Orgs.). *Macroeconomia moderna: lições de Keynes para economias em desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2019.

STRAUB, S. Infrastructure and Growth in Developing Countries: Recent Advances and Research Challenges. Policy Research Working Paper 4460. The World Bank Development Research Department, 2008. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/6458>. Acesso em: 01/03/2022.

TEIXEIRA, F. A. Fundos Soberanos de Riqueza: capacidades estatais para lidar com o Mercado Financeiro Globalizado. Dissertação defendida na Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, 2017.

TEIXEIRA, F. A. & SILVA, G. T. F. State-owned Enterprises and Foreign Infrastructure Investment in Brazil After the 2008 International Financial Crisis. In: Desenvolvimento em Debate, v.7, n.2, Rio de Janeiro, 2019.

TEIXEIRA, F.; FEIJÓ, C.; BATEMAN, M. Como construir um arcabouço institucional eficiente para a gestão de recursos finitos: recomendações para o desenvolvimento de Maricá. In: Estudos maricaenses: o município de Maricá em debate. Instituto Municipal de Informação e Pesquisa Darcy Ribeiro (IDR)1. ed. Maricá, RJ: Editora Instituto Darcy Ribeiro, 2021.

WHALEN, C. Integrating Schumpeter and Keynes: Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development. In: Journal of Economic Issues, v. 35, n. 4, pp. 805-823, dezembro de 2001.

ANEXO 1

Quadro 1: Resumo dos objetivos e total de ativos administrados pelos quatro fundos subnacionais em operação no Brasil, junho de 2022¹

Fundo	Valor administrado em junho de 2022
O Fundo Soberano do Município de Ilhabela (FSMI): Criado em 2018, foi pensado para ser uma poupança pública com vistas a mitigar os efeitos dos ciclos econômicos sob a arrecadação do município e fomentar projetos de interesse estratégico para Ilhabela. Seu grande desafio declarado é manter a rentabilidade dos recursos.	R\$ 400 milhões
O Fundo Soberano de Maricá (FSM): Criado em 2017, tem como objetivo viabilizar investimentos para garantir o andamento das políticas públicas sociais e das políticas estruturantes da economia do município. Dentre as regras de utilização dos recursos está designado que 30% será utilizado como fundo garantidor a execução de projetos e atividades que estimulem o desenvolvimento local. A gestão de portfólio foi terceirizada a dois agentes externos, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil.	R\$ 1 bilhão
O Fundo de Equalização da Receita de Niterói (FER): Criado em 2019 com o intuito de poupar 10% dos recursos provenientes de participação especial. Voltado primordialmente a estabilização fiscal, o fundo se inclina a ser instrumento de manutenção dos serviços públicos essenciais, políticas sociais e investimentos, além de equalizar receitas e poupar recursos para gerações futuras.	R\$ 560 milhões
O Fundo Soberano do Estado do Espírito Santo (FUNSES): Criado em 2019, tem como objetivo ser um mecanismo de poupança intergeracional e de promoção do desenvolvimento econômico sustentável do estado do Espírito Santo. Para o primeiro objetivo, o agente operador da carteira é o Banco do Estado do Espírito Santo S.A (BANESTES) e para o segundo o Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo S/A (BANDES).	R\$ 940 milhões

Elaboração dos autores.

¹ As informações foram extraídas do Seminário híbrido organizado pelo Fórum dos Fundos Soberanos Brasileiros, realizado em Niterói em junho de 2022. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=sXq9Kv3M7V8>.