

**O INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO E
OUTRAS FORMAS DE FINANCIAMENTO EXTERNO.**

Notas para o exame do período recente na América Latina.

Este exemplar corresponde ao original da
tese defendida por Astrid Martinez Ortiz
em 03/08/94 e orientada pelo Prof. Dr. Luiz
Gonzaga de Mello Belluzzo.

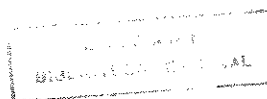


ASTRID MARTINEZ-ORTIZ

**Tese de Doutorado apresentada ao
Instituto de Economia da UNICAMP**

**Orientador: Luiz Gonzaga de Mello
Belluzzo**

Campinas, 1994



UNIDADE: BC
 INSTITUIÇÃO: UNICAMP
 Nº: M363
 F. 28175
 DATA: 06/07/96
 VALOR: R\$ 11,00
 DATA: 10/08/96
 Nº CPD: 011.0009097 1-6

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

M366i **Martinez-Ortiz, Astrid**
 O investimento estrangeiro direto e outras formas de financiamento externo: notas para o exame do período recente na América Latina / Astrid Martinez-Ortiz. -- Campinas, SP : [s.n.], 1994.

Orientador : Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo.
 Tese (Doutorado) - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. Investimentos estrangeiros - América Latina. 2. Finanças internacionais. I. Martinez-Ortiz, Astrid. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

ÍNDICE

I.	Introdução	1
II.	Determinantes do investimento estrangeiro	4
2.1.	Dois enfoques iniciais	4
2.1.1.	A corrente marxista	4
2.1.2.	A corrente ortodoxa	9
2.1.3.	Limitações dos enfoques iniciais	13
2.2.	Análise da empresa transnacional	19
2.2.1.	A teoria do ciclo do produto e o investimento estrangeiro direto	22
2.2.2.	O investimento estrangeiro e a organização industrial	25
2.3.	A teoria da internacionalização	29
2.4.	O enfoque eclético	33
2.5.	As novas formas de investimento e as redes de empresas transnacionais: a hipótese da externalização	44
III	O Impacto do investimento estrangeiro nos países em desenvolvimento. Evidência empírica.	50
3.1.	Contribuição do investimento estrangeiro no campo tecnológico	51
3.2.	Empresas transnacionais e desempenho exportador das economias receptoras	58
3.3.	Impacto do investimento estrangeiro na configuração industrial da economia hóspede	60
3.4.	Especialização e transnacionalização	64
3.5.	Investimento estrangeiro direto, comércio exterior e saldo de pagamento dos países receptores	65
3.6.	Padrões de comportamento das empresas transnacionais segundo sua nacionalidade	69

3.7. Desregulamentação, intervenção e capital estrangeiro	74
3.8. Conclusão	79

SEGUNDA PARTE

I. Introdução	83
II. O contexto econômico mundial recente	86
2.1. Antecedentes	87
2.2. A economia mundial no início da década de noventa	91
2.2.1. Os países industrializados	92
2.2.2. Países em desenvolvimento	97
III. A globalização financeira	103
3.1. Características da transnacionalização bancária e do mercado de capitais	105
3.2. O papel das instituições financeiras e os bancos transnacionais	109
3.3. Fluxos de capitais na década de oitenta e início dos anos noventa	115
3.3.1. Redução dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento	116
3.3.2. Estados Unidos, o maior importador de capital	117
3.3.3. O aumento do investimento externo direto	118
3.3.4. Os empréstimos bancários internacionais	123
3.3.5. O papel dos bancos nas transações internacionais de capital	124
3.3.6. O crescimento das transações internacionais	126
3.3.7. A necessidade de novas regulamentações. O Acordo de Basiléia.	136

IV.	América Latina no mercado internacional de valores e nos mercados emergentes	143
4.1	Dívida	143
4.1.1	A participação da América Latina no mercado internacional de bônus	144
4.1.2	Empréstimos bancários internacionais	151
4.2	Investimento	153
4.2.1	O investimento estrangeiro em carteira. Mercado emergentes	155
V.	Perspectivas da afluência de capitais à América Latina	162
	BIBLIOGRAFIA	166

**PRIMEIRA PARTE : DETERMINANTES E
IMPACTO DO INVESTIMENTO
ESTRANGEIRO DIREITO. NOTAS PARA
RECOMENDACOES DE POLITICA.**

I. Introdução

A crise da dívida externa na América Latina, os programas de ajuste externo e fiscal e, mais recentemente, as estratégias de reestruturação industrial e abertura das economias levaram ao replanejamento da participação do investimento estrangeiro direto na região, principalmente sob os aspectos tecnológico, financeiro e comercial. A tendência a restringir o âmbito de ação das empresas transnacionais, freqüente na década dos setenta, foi substituída, na década dos oitenta, por uma atitude de abertura e desregulamentação.

Os países latino-americanos estão compelidos a modernizar estruturas produtivas e a criar condições para internacionalizar as economias em termos comerciais e financeiros. Mas a magnitude dos recursos necessários para conseguir este objetivo não está em disponibilidade completa, nem internamente nem no mercado internacional de crédito. A crise deixou extenuadas as economias endividadas; o ajuste efetuou-se à custa da redução da formação interna de capital y da marginalização do setor público dos processos de acumulação; a banca internacional privada vem reduzindo sua

exposição nos países em desenvolvimento; e as novas formas de financiamento, através de emissões de bônus ou de investimentos em carteira, podem dar resultados demasiado dispendiosos e instáveis.

Nos últimos anos, uma das alternativas tem sido tentar atrair capital estrangeiro, aumentando incentivos e reduzindo a ingerência estatal. Entretanto, nem sempre se leva em conta que a legislação liberal pode não ser o fator mais importante nas decisões de investir. Existem numerosos elementos, definidos por forças que estão fora do alcance dos países, que atuam num âmbito internacional mutável, cujo peso pode ser definitivamente maior.

O investimento direto, nos países em desenvolvimento, é uma possibilidade entre as alternativas da estratégia global das empresas transnacionais, e suas motivações são diferentes àquelas que as levam a investir em países industrializados e em nações industrializadas atrasadas, em trânsito de uma economia centralmente planejada a uma de mercado. Por sua vez, essas motivações mudam através do tempo e são específicas para subgrupos de países em desenvolvimento.

Embora existam, no interior da América Latina, consideráveis

diferenças no grau de desenvolvimento¹, um estudo centralizado, sobre os fatores determinantes do investimento estrangeiro na manufatura, pode mostrar que há um grupo de países com este tipo de investimento, cujas características são comparáveis entre si e diferentes daquelas de outros países subdesenvolvidos.

As variáveis que diferenciam os casos são de origem histórica, jurídica, política, econômica e social. A compreensão dos fatos recentes que mostram uma tendência geral à desregulamentação do investimento estrangeiro, para oferecer maiores estímulos tributários e eliminar restrições, só é factível se são analisados os aspectos estruturais da atual inserção latino-americana no mercado, os imperativos da conjuntura e o conjunto de fatores econômicos e não econômicos que incidem na posição dos países inversionistas e dos receptores em torno a este tema.

Neste estudo não se abrange esta multiplicidade de aspectos. Aqui, apenas revisamos algumas hipóteses mais recentes sobre os fatores

A noção de países em desenvolvimento requer uma definição mais precisa. Para os fins desta reflexão, deve-se fazer um esforço para hierarquizar os países menos desenvolvidos segundo um conjunto de variáveis, tais como grau de industrialização, tipo de articulação no mercado mundial, qualificação da mão-de-obra, nível de integração do aparelho produtivo doméstico, e outras a discutir. Este exercício, certamente, deixará os países do sudeste asiático mais próximos dos países industrializados, do que os convencionais PED. Outro tanto, mas a outro nível, sucederá com os países mediterrâneos europeus, exceto Itália; com os europeus do Este, recentemente abertos ao Ocidente; e com os três grandes da América Latina: Argentina, Brasil e México, para não falar da China e da Índia. Mas este esforço, por si mesmo, propiciaria toda uma pesquisa que não cabe dentro dos limitados propósitos deste trabalho.

determinantes do investimento estrangeiro direto na manufatura. Na segunda parte serão analisadas as outras formas de financiamento externa no período recente.

II Determinantes do investimento estrangeiro.

As causas, do movimento internacional de capitais, começaram a ser estudadas em si mesmas quando generalizou-se o fenômeno do investimento direto no exterior, como forma primordial de relação econômica entre os países ocidentais.

2.1 Dois enfoques iniciais.

2.1.1. A corrente marxista.

A corrente marxista inicialmente, com V.I. Lenin à cabeça, interpretou os movimentos internacionais de capital, do final do século XIX e princípio do XX, como uma fase do capitalismo onde o monopólio substituiu a concorrência entre muitos capitais, e a exportação de capitais liderava em importância a de mercadorias. Superava-se assim uma etapa marcada pela herança da relação entre os impérios e suas colônias, para dar passo a uma nova era que universalizava as relações capitalistas de produção. Já não se tratava do comércio

entre países com diferentes formas de organização social, senão da reprodução das relações capitalistas nos países receptores. A partir daí, o comércio obteria um carácter subordinado no conjunto dos intercâmbios.

As antigas colônias entravam a formar parte de um espaço que ampliava as probabilidades de reprodução de capital, primeiro como fator que impedia a tendência à caída da taxa média de lucros e à desaceleração da expansão do capital e, subsidiariamente, como fonte de recursos naturais, de matérias-primas, de força de trabalho e como mercado para uma produção crescente.

Nestes dois sentidos, a escola marxista formalizou um pensamento sobre a exportação de capital e sobre o desenvolvimento desigual entre nações, antes que outras vertentes do pensamento econômico.

A proposta teórica sobre o imperialismo sobreviveu na crise da década dos trinta, na dos dois conflitos mundiais mas não na crise do pós-guerra. O leninismo teve relevância para explicar, inclusive, a origem dessas guerras e seu estudo é válido como referência metodológica para analisar os princípios que regeram a expansão mundial do capital. Entretanto, a pretensão dos leninistas, de manter vigente este conceito no período seguinte à Segunda Guerra, impediu um

desenvolvimento teórico marxista acorde com a nova realidade, ao ritmo que poderia ter, dada a rica bagagem de sugestões instrumentais e analíticas que o marco geral da teoria leninista, e de seus fundamentos em Hobson e Hilderding, poderia fornecer². Isto ainda é mais certo se trabalhamos com a teoria na sua versão depurada, isto é, se criticamos sua leitura. O mesmo Lenin deu motivo para interpretações determinísticas que deram carácter de enunciados de validade geral e histórica, às suas referências ao imperialismo, como última fase do capitalismo e como equivalente a capital financeiro.

Segundo Lenin, o imperialismo era a expressão das leis de acumulação capitalista a nível mundial, sob o domínio dos monopólios bancários e industriais, associados como capital financeiro. Nesse imperialismo confluíam as, famosas, cinco características:

- "1) A concentração da produção e do capital desenvolveram-se a tal grau que originaram o aparecimento dos monopólios, que desempenham o papel decisivo na vida econômica; 2) a fusão do capital bancário com o industrial e a criação, sobre

Arrighi sugere, no interessante trabalho A geometria do imperialismo, caminhos para reconstruir a teoria do imperialismo, relendo os autores que inspiraram a Lenin: Hobson (1902, 1938) e Hilferding (1910). Esta, constitui uma veta inexplorada que indica direcções para entender os fatos recentes da economia mundial, tal como será demonstrado a seguir.

esta base de 'capital financeiro', de uma oligarquia do mesmo tipo; 3) a exportação de capital, ao contrário da exportação de mercadorias, adquire uma importância excepcional; 4) a formação de associações internacionais monopolistas de capital que se repartem o mundo entre elas; 5) a completa divisão territorial do mundo entre os maiores poderes capitalistas. O imperialismo é o capitalismo naquela fase de desenvolvimento em que se estabelece o domínio dos monopólios e do capital financeiro; na qual a exportação de capital adquiriu destacada importância; na qual começou a divisão do mundo entre os trustes internacionais e na qual completou-se a divisão de todos os territórios do globo terrestre entre os maiores poderes capitalistas." (Lenin, 1966).

Os monopólios internacionais, agentes da exportação de capital e da tensão pela repartição do mundo, concentravam o poder nacional e reuniam capitais de origem financeira e bancária. A expansão era, além disso, o fruto do poder político e militar de algumas nações ricas e poderosas em confrontação pelo domínio territorial do planeta. O desenvolvimento desigual manifestava-se no interior dos países exportadores de capital e entre estes e os países atrasados.

Apesar do avanço da concentração e centralização dos capitais nesta

fase, a concorrência entre grandes empresas e capitais, de diferente origem nacional, não desaparecia. Os "monopólios", ao reunir recursos de tal magnitude, nunca vista antes, tornavam possível o desenvolvimento das forças produtivas a escala cada vez mais ampliada e esse progresso tecnológico era um instrumento fundamental na disputa pelos mercados.

A respeito do tipo de relações estabelecidas com os países submetidos, o imperialismo permitia a extração do plusvalor na esfera da circulação (apropriação de um excedente comercial), ou através do processo de produção (expropriação de plusvalia propriamente dita). Esta dupla perspectiva estava presente na concepção leninista³.

O estudo do imperialismo foi motivado pela necessidade política e ideológica, que tinha Lenin, de demonstrar que na fase monopolista não terminava a rivalidade entre os impérios, como pressupunha a tese kautskiana do ultra-imperialismo. Sob o capitalismo não se podia conceber um tipo diferente de relações às relações de força - econômicas, políticas e militares - na luta pela repartição do mundo

(Introdução à obra de Hymer: o legado: Robert Cohen e outros, em Hymer, 1982). Esta dualidade originou duas grandes correntes entre os marxistas: Alguns que destacaram a análise das condições nas quais operava a extração de excedente dos países pobres, sem que a expansão imperialista alterara, necessariamente, as relações de produção; e outros que entenderam mais apropriado enfatizar na esfera da produção e da acumulação de capital a nível mundial. Isto será analisado a seguir.

colonial, cujo resultado estava regido pelo princípio de desenvolvimento desigual, uma nova ordem hierárquica de países, empresas, conglomerados. Por essa razão e a partir desse princípio - e esta foi uma das teses centrais do legado leninista - a guerra era a característica tendencial das relações entre os Estados imperialistas dos princípios do século XX. As alianças entre impérios somente podiam perceber-se como "tréguas" entre guerras (Lenin, 1966, p. 788). Essa tese prognosticava o que sucederia nas três décadas seguintes, mas deixou de ser aplicada nos tempos de paz, ainda na fase monopolista do capitalismo.

O predomínio do capital financeiro teve vigência mais curta e utilidade mais limitada para orientar o estudo das transformações subseqüentes. Contudo, a obra de Lenin e outros marxistas contemporâneos, abriu uma linha de trabalho que complementou a obra de Marx, propôs uma interpretação da incipiente internacionalização do capital industrial e estabeleceu uma série de enunciados sobre relações políticas, econômicas e militares entre os estados imperialistas e os territórios sobre os quais avançavam.

2.1.2 A corrente ortodoxa.

De outro lado, para os tratadistas ortodoxos, epígonos do modelo capitalista, este sistema configurava a forma mais eficiente de

alocar recursos, e o movimento de capitais era uma condição necessária para conseguir tal eficiência, quando por alguma razão - diferente à de existência de imperfeições em cada mercado nacional, individualmente considerado - a remuneração aos fatores diferia entre países, ou quando existiam obstáculos à livre mobilidade de bens entre fronteiras.

Até o segundo pós-guerra, os estudos ortodoxos sobre investimento estrangeiro foram de dois tipos: o primeiro, que analisou o efeito dos movimentos de capital sobre a balança de pagamentos; e o segundo, que fixou sua atenção na racionalidade microeconômica dos movimentos de capital, explicados pelas diferenças nas taxas de benefício. Deste último enfoque derivaram-se três correntes: uma que estudou empiricamente o peso real dos diferenciais das taxas de benefício no investimento estrangeiro direto; outra que usou a análise de custo-benefício e os modelos de equilíbrio geral, que incluíram tanto o comércio de bens quanto o movimento de fatores (Agarwal, 1980; Fritsch e Franco, janeiro de 1988 e Lizondo, 1991).

Os defensores da idéia de que o movimento de capitais podia ser explicado como uma resposta à existência de diferentes taxas de benefício, nela persistiram apesar da evidência contrária (J.T. White,

1968; e E. Spitaler, 1971⁴; G.C. Hufbauer, 1975 e Agarwal, 1980). Como justificaco aduziram que a tese⁵ era correta, mas não as caracteristicas que ocultavam práticas como a transferência de preços e, por tanto, as verdadeiras taxas de benefício. Da mesma forma, era preciso levar em conta, não os valores correntes dessas taxas, senão as estimativas de sua magnitude a longo prazo, o referencial correto das decises de investimento. A limitação do enfoque para explicar a existência de investimento "cruzado", entre países e setores com similar taxa de benefício, foi evidente.

Ulteriormente, para explicar o investimento cruzado, sem descartar a hipótese do diferencial das taxas de benefício, foram propostos outros modelos que incluíam variáveis adicionais como o risco⁶. As grandes corporações, motivadas pela necessidade de diversificar o porta-fólio de seus acionistas e reduzir o risco global de seus

Citados por Fritsch e Franco, janeiro de 1988.

Tese defendida inicialmente por Ohlin (1933) para explicar os movimentos internacionais de capital como resultado das diferenças entre os tipos de juros dos países contemplados. Essas diferenças, por sua vez, expressavam a dissimilaridade das dotações de fatores que a mobilidade ajudaria a corrigir até chegar ao equilíbrio. Em mercados internacionais de capital perfeitos, ainda assim existiriam diferenças na remuneração ao capital, devidas a diferentes montantes de risco. Alguns elementos institucionais também poderiam impedir que o equilíbrio fosse total.

Na versão original, a teoria de Aliber (1970) - Forsyth (1972) explicou a existência de montantes de risco como a necessidade de dar cobertura  incerteza dos investimentos em ações emitidas por países com divisas débeis e concluiu que existiria uma preferência pelas ações (em divisas "fortes") do país de origem do investimento exterior.

investimentos , empreenderiam projetos em diversos países (Lizondo, 1991). As diferenças no rendimento das ações entre países impulsionariam o investimento em outros e a compra de ações das empresas transnacionais, ET, estimularia duplamente a transnacionalização (A.M. Rugman, 1973; G. Ragazzi, 1973; Aliber, 1970).

Os diversos ensaios, realizados para verificar a validade empírica da mencionada hipótese, que relacionaram - entre outros - o volume do investimento dirigido a um país, a taxa média de rendimento sobre investimentos e a variação dessa taxa, como indicador aproximado do risco, não mostraram resultados irrefutáveis (Hufbauer, 1975 e Agarwal, 1980). Esta debilidade provatória explica-se pelas dificuldades relacionadas com a medição das taxas esperadas de rendimento e do risco, mas, além disso, revela uma profunda fragilidade lógica e teórica. Se bem esta hipótese consegue dar uma explicação a por que um país pode experimentar, em forma simultânea, entradas e saídas de investimento externo direto, não dá conta do fato de que, em alguns setores industriais, este movimento é mais característico do que em outros. Este desenvolvimento teórico tampouco pode responder ao interrogante mais fundamental sobre por que a empresa teria que efetuar esses projetos no estrangeiro, com o propósito de diversificar o risco dos investimentos feitos por seus acionistas. Em um mundo de mercados perfeitos, os indivíduos poderiam, por si mesmos, assumir dita tarefa.

Outra possibilidade foi a proposta por Kindleberger (1973) para quem o investimento estrangeiro direto IED, surgia da busca de mercados e da necessidade de dar uso aos recursos financeiros próprios, mais baratos que os provenientes do crédito.

As análises de custo-benefício inspiraram-se num estudo de MacDougall (1960), sobre Austrália como país anfitrião, e indicaram uma direção para a avaliação, nesses termos, dos efeitos do investimento externo sobre a economia hóspede.

O terceiro grupo de estudos neo-clássicos, mais abstrato, analisou em forma simultânea os fluxos de bens e fatores, em padrões de dois setores, dois fatores, dois países (2x2x2), sugeridos no trabalho pioneiro de Mundell (1957). Uma derivação interessante, dentro dos parâmetros deste enfoque, é que, dadas certas restrições ao comércio entre países, os movimentos de mercadorias entre países são substituídos por movimentos de fatores, particularmente pelos de capital⁷.

2.1.3 Limitações dos enfoques iniciais.

Morley e Smith, (1974), propuseram uma explicação deste tipo para o investimento estrangeiro no Brasil, (Fritsch e Franco), janeiro de 1988).

Para compreender o fluxo de capitais entre países, atualmente, é necessário contar com uma teoria do funcionamento da economia mundial que corresponda ao seu carácter não competitivo, dinâmico e cenário de profundas transformações nos paradigmas econômicos, tecnológicos e político-sociais.

As limitações dos enfoques iniciais são de origem histórica e lógica. As formas do movimento de capital entre países mudaram no segundo pós-guerra, com relação às da primeira metade do século XX.

No segundo pós-guerra, paralelamente à criação das instituições (FMI, BIRF, GATT, ONU, entre outras), que regiriam a nova ordem econômica capitalista mundial, as grandes empresas dos Estados Unidos instalaram unidades de produção nos países que estavam em reconstrução (principalmente Alemanha e Japão), e criaram as bases de um "subsistema mundial de filiais" e de um "estilo transnacional de desenvolvimento". A partir desse momento começa a transnacionalização do capital propriamente dita.

Na segunda fase da transnacionalização do pós-guerra, desde meados da década de cinquenta até meados da seguinte década, a reação européia e japonesa perante o "desafio americano" foi a de criar suas

próprias empresas transnacionais e disputar os mercados de países em desenvolvimento e dos Estados Unidos. A medida em que esse fenômeno foi ganhando maior porte, a tese de uma e outra origem teórica, que enfatizavam a busca de maiores lucros como explicação dos movimentos, foram perdendo poder explicativo. Nesta fase se universaliza a transnacionalização do capital.

As forças internas de acumulação, gestadas endogenamente nos processos de reprodução social dos países periféricos, adicionadas à injeção externa de capital, desde meados da década de cinqüenta, e nos países produtores de petróleo na dos setenta, desenvolveram contradições frente ao papel do capital estrangeira e ao poder das transnacionais. Desta forma, começou a evidenciar-se o carácter parcial e ideológico das afirmações sobre a bondade do concurso externo nos processos de industrialização dos satélites dos grandes centros e abriu-se a possibilidade teórica da existência de uma nova ordem internacional.

A crise da dívida externa do Terceiro Mundo e de algumas economias centralmente planejadas, assim como a abertura do mundo socialista à órbita capitalista, durante a década dos oitenta, estabeleceu (e estabelece) novos interrogantes sobre as características do sistema econômico mundial e sobre o lugar dos países em desenvolvimento dentro das novas hierarquias das nações. Através do tempo, novas

realidades foram exigindo então desenvolvimentos teóricos adequados.

As teorias iniciais também apresentavam deficiências do ponto de vista lógico. A teoria do imperialismo estava em processo de elaboração. Todavia mostrava imprecisões conceituais que levavam, às vezes, à identificação das noções de imperialismo, capital financeiro e última fase do modo de produção capitalista. A intencionalidade política do discurso leninista não sempre permitia privilegiar o rigor das definições (Arrighi, 1978). A ênfase na análise do sistema capitalista, ao nível de suas leis gerais, desconhecia a existência dos "capitalismos", ou versões nacionais, a um nível menos abstrato da reflexão, da lógica da expansão mundial do capitalismo e, por tanto, eliminava a possibilidade de entender, em todos seus aspectos determinantes, as diversas modalidades históricas da transnacionalização do capital.

As carências dos trabalhos neo-clássicos, que foram profundamente discutidas na literatura, persistiram, embora sucessivos desenvolvimentos intentaram adicionar-lhes maiores níveis de realismo⁸. As restrições de supostos "fortes", associados à lógica da

Nesse marco neoclássico, desenvolveram-se trabalhos com o interrogante dos efeitos do investimento estrangeiro direto, IED, sobre o bem-estar. Estes estudos formularam a hipótese que havia entradas de capital que "empobreciam" a economia hóspede (R.A. Brecher e C. Diaz Alejandro, 1977). Padrões de equilíbrio mais complexos, de outro lado, incluíram variáveis como a diferenciação do produto e as economias de escala para explicar os movimentos de capital (J. P.

maximização de benefícios como princípio de racionalidade do sistema; a mesma noção de busca de um ótimo que remete à existência de um indivíduo responsável pela dinâmica que é, mais exatamente, produto de um comportamento agregado e sistêmico; e uma metodologia de análise que move-se em torno de noções como o equilíbrio e a estática comparativa, não lhe permitem, à teoria ortodoxa da especialização e do movimento de bens e fatores de transfronteiras, aumentar seu poder explicativo.

Em síntese, as limitações de diversas ordens, de uma e outra escola, para explicar diferentes aspectos da economia mundial, a partir da década de sessenta, propiciou desenvolvimentos teóricos de diversa natureza. Surgiram múltiplos estudos sobre o carácter das empresas transnacionais do ponto de vista microeconômico, tratados sobre os aspectos geopolíticos de sua presença no mundo e as formas de regular sua ação nos diversos planos da análise.

O estudo macrosistêmico da transnacionalização da economia mundial e dos efeitos do investimento estrangeiro no desenvolvimento foi abordado por teóricos do desenvolvimento (ortodoxos e heterodoxos), no marco de diferentes teorias da especialização e da acumulação mundial de capital, a diferentes níveis de análise e com diversos

Markusen, 1984; P. Krugman e E. Helpman, 1985; e W. Ethier, 1986).

marcos conceituais e metodológicos.

A escola marxista reelaborou sua explicação do imperialismo a raiz do fenômeno de universalização da criação de empresas transnacionais, na década de sessenta, e perante as lutas de liberação nacional em vários países. As teorias de desenvolvimento que surgiram no segundo pós-guerra, incorporaram como variáveis fundamentais de suas explicações sobre o atraso, o subdesenvolvimento e a dependência, o tipo de relações externas das economias sob análise. As contribuições marxistas à compreensão dos determinantes do investimento estrangeiro, consistem em uma visão histórica do fenômeno da transnacionalização do capital e uma metodologia de análise que permite diferenciar níveis de aproximação ao estudo dessa expansão internacional do capital e das empresas que a possibilitam. As leis de desenvolvimento desigual que caracterizam essa transnacionalização, foram analisadas por alguns autores marxistas e por teóricos do subdesenvolvimento, entre os quais se destacaram as escolas latino-americanas da CEPAL e da dependência. Estas contribuições não ortodoxas, não serão estudadas porque desviam o objeto de análise dos determinantes imediatos do investimento estrangeiro direto.

As elaborações, centralizadas na análise da firma, nutriram-se em fontes ortodoxas e não ortodoxas. O trabalho pioneiro de Stephen Herbert Hymer (1960), economista inicialmente liberal e depois

radicalmente **anti-truste**, com ascendência marxista, discípulo e crítico de Charles P. Kindleberger, influenciou notavelmente na literatura dos trinta anos seguintes. Esta corrente será analisada na seguinte seção.

2.2 Análise da empresa transnacional.

Desde a década de sessenta, os analistas foram dando maior importância à firma internacional como unidade de estudo. Como se observará a seguir, isto constituiu um avanço ao permitir explicar, com maiores detalhes, a especificidade dos casos ao longo do tempo e em cada país. Ao mesmo tempo, esta virtude seria seu maior defeito porque perdeu-se a visão do conjunto e a existência de certas tendências - o exagero precedente tinha sido querer cristalizá-las como leis de ocorrência obrigatória - na direção, tipo e qualidade dos investimentos estrangeiros. Os antecedentes desta aproximação encontram-se, parcialmente, no enfoque ortodoxo e, parcialmente, na heterodoxia não marxista.

A teoria neoclássica, como já foi visto, formulou explicações, sobre os investimentos estrangeiros, mais sistemáticas do que outras teorias. A partir das hipóteses da teoria básica, ou seja, de uma racionalidade dos produtores, que busca a maximização dos lucros, da

concorrência perfeita, da tecnologia igual e acessível para todos e da igualdade de preços de todos os bens e fatores graças à mobilidade dos recursos, foi proposto um marco inicial de explicação dos movimentos internacionais de capital (Mc.Dougall, 1960).

A empresa transnacional seria um desenvolvimento desejável da empresa nacional, porque suas operações tenderiam a igualar a receita entre países industrializados à medida que a mobilidade do capital fosse adicionada à de bens e outros fatores da produção, visando a maior eficiência. Além disso, essas companhias, ao empregar recursos de países subdesenvolvidos, visariam a igualdade da receita entre países ricos e pobres. Entretanto, era possível admitir que, sendo sua lógica a maximização de suas receitas a nível mundial, as empresas transnacionais podiam contrariar os interesses da economia de origem (Kindleberger, 1969).

Esta forma de ver as empresas transnacionais, preservava o marco conceitual básico da concorrência perfeita e da análise dos movimentos de capital, baseado nas diferenças das taxas de benefício e das dotações dos fatores.

Mas os fatos documentaram, contundentemente, a pobreza destas

explicações⁸. A evidência era que os movimentos de capital realizavam-se em dupla direção entre países com diferente dotação de capital e que, inclusive as correntes mais líquidas, como as de investimento em valores, tiveram um signo oposto ao prognosticado pela teoria. A teoria tampouco podia explicar por que, se a direção dos movimentos era definida pela dotação de fatores, se efetuava a transnacionalização em certos ramos da produção local, mais do que em outros (Naim, 1986).

Segundo a mesma teoria neoclássica, o investimento estrangeiro necessitava algum grau de imperfeição dos mercados, porque no modelo de mercados perfeitos, a mobilidade das mercadorias seria condição suficiente para a maximização dos lucros. Este fato foi incorporado na teoria, brilhantemente elaborado por S. Hymer (1960). Admitiu-se que a empresa que investe no exterior está em condições desvantajosas perante os conhecimentos que a empresa local tem do seu meio e, além disso, incorre em custos devido à distância. Se, apesar disto, sucede o investimento, é porque as empresas inversionistas têm vantagens especiais que lhes permitem enfrentar os custos das desvantagens e porque essas vantagens não podem ser adquiridas pelas companhias locais (os mercados, nos quais se comercializam essas vantagens, são imperfeitos). Estas diferenças referem-se a inversionistas

Assim como a simples introdução de maior realismo nos modelos neoclássicos iniciais, para explicar os movimentos internacionais de capital tampouco conseguiu representar o fenômeno da transnacionalização global do capital, observado desde a década de sessenta.

precedentes, efetuadas pelas mesmas empresas, relacionadas com a organização empresarial, o financiamento e o "marketing" (Kindleberger, 1973; Hymer, 1960: 1976).

O enfoque da concorrência imperfeita, aplicado ao estudo do investimento estrangeiro, seguiu seu desenvolvimento tratando de responder perguntas sobre o tipo de vantagens que teriam as empresas que se transnacionalizavam, as razões por que somente algumas as desenvolveram e por que preferiam investir no exterior, em lugar de exportar a tecnologia ou conceder licença.

2.2.1 A teoria do ciclo do produto e o investimento estrangeiro direto.

A extensão da teoria, do ciclo de vida do produto, tentou responder as indagações de por que foram as empresas dos Estados Unidos as que primeiro se transnacionalizaram, e por que algumas indústrias o faziam mais do que outras. Segundo esta teoria, a natureza dos produtos muda à medida que são divulgados os conhecimentos da produção e da comercialização e devido às alterações na estrutura da demanda. Através das três fases do ciclo de vida do produto, na de gestação e introdução, na de padronização e na de maturação varia o grupo de produtores que concorrem, o porte das barreiras à entrada,

e a estabilidade da demanda dos bens (Vernon, 1966).

A extensão do enfoque do investimento estrangeiro faz diferença entre o momento da introdução do produto, no qual as empresas produzem em seu país e exportam os novos produtos, dos momentos de transição das exportações ao investimento direto e da consolidação de formas de re-expansão industrial com a transferência, de setores inteiros da produção, a outros países desenvolvidos ou, a países de menor desenvolvimento.

Nesta linha apareceram trabalhos para explicar por que as inovações surgiam primeiro nos Estados Unidos, e as causas da preferência pelo investimento, em lugar da exportação, como estratégia para dominar os mercados. Inicialmente, os produtos novos seriam mais atraentes para as faixas com alto poder aquisitivo, razão pela qual poderiam fazer mais sucesso em países como Estados Unidos. As inovações surgiriam neste país, mais do que em outros, devido a que a renda per cápita maior e o alto custo da mão-de-obra, induziriam os empresários a gastar mais no desenvolvimento de novos produtos, sempre e quando contaram com um certo prêmio ao pioneiro em condições de quase-monopólio (Vernon, 1966). Estes produtos seriam aqueles destinados a satisfazer a demanda de alto poder aquisitivo e os poupadores de mão-de-obra. Além disso, a facilidade de acesso ao capital e a redução da incerteza devida a fatores institucionais, seriam mais

amplas nos Estados Unidos. Em outros países existiria demanda, quase imediata, desses produtos. Para satisfazê-la as empresas transnacionais dos Estados Unidos, no começo, exportariam os bens e, mais tarde, devido à conjunção de uma série de considerações, tomariam a decisão de aplicar no exterior. A situação seria explicada por elementos, tais como as economias de escala, as barreiras tarifárias, os custos de transporte, as elasticidades-preço da demanda, a renda per cápita dos países receptores, o tamanho potencial do mercado e a ameaça de perdê-lo pela presença de terceiros concorrentes (Wells, 1972).

O fértil trabalho de Vernon também aportou idéias sobre por que poder-se-ia esperar que os países em desenvolvimento exportassem, através das transnacionais, produtos manufaturados¹⁰. Esses países seriam receptores adequados de investimento em ramos já padronizados quando se tratasse de bens com altos requisitos de mão-de-obra ou produtos de elevado valor unitário, capazes de neutralizar os custos de transporte, ou produtos que não necessitassem de importantes economias de escala.

Mas esta teoria ainda não era suficiente para antecipar as mudanças

Contra o que esperar-se-ia segundo o teorema de Heckscher-Ohlin, no qual, dado que o recurso mais abundante, em termos relativos, nos PEDs era o trabalho, as exportações deviam ser bens intensivos, também em termos relativos, no uso desse fator.

nas fases dos produtos e prognosticar a direção dos movimentos¹¹. Apenas conseguia descrever, *a posteriori*, a expansão exterior das empresas dos Estados Unidos na década de sessenta.

2.2.2. O investimento estrangeiro e a organização industrial.

Da mesma corrente da concorrência imperfeita, também, em grande medida a partir das sugestões de S. Hymer (1960 e 1982), desprendeuse a análise mais empírica da organização industrial ampliada para levar em conta as decisões do investimento no exterior. Esse enfoque estabelece possibilidades mais interessantes do que as da concorrência perfeita ou monopólio, porque admite que os inversionistas são obrigados a optar entre alternativas.

Em situações de oligopólio, atingir o melhor resultado implica levar em conta o que fazem e farão outros concorrentes; além de maximizar lucros, os inversionistas procuram permanecer no mercado. Desta forma explicam-se decisões que, de outra maneira, apareceriam como "irracionais".

Sua maior limitação seria evidente durante a fase seguinte à expansão das grandes empresas dos Estados Unidos quando, como resposta ao "desafio americano", sucedeu a transnacionalização das empresas japonesas e européias e a "globalização" do "subsistema de filiais" na economia mundial. Vernon reconheceu essa limitação no trabalho seguinte (1979).

Para a análise da organização industrial, o investimento estrangeiro é um subproduto do crescimento da firma, uma prolongação do processo de criação de subsidiárias no país de origem. As empresas bem-sucedidas dispõem de recursos que lhes facilitam aproveitar as oportunidades de expansão. As decisões de aplicar no exterior baseiam-se na existência de vantagens específicas (vantagens de propriedade), cujas transações efetuam-se em mercados não competitivos que lhes permitem compensar o risco de atuar num ambiente desconhecido ou fora de seu controle e com estratégias defensivas que buscam antecipar-se à concorrência (Hymer, 1960). Tais vantagens são aquelas relacionadas com o conhecimento tecnológico, as habilidades gerenciais e de "marketing", o acesso preferencial aos mercados, as fontes de financiamento mais baratas e as economias de escala. Uma explicação menor enfatiza a diversificação dos riscos ao ampliar o número de mercados nos quais a firma atua. Também pode-se observar o investimento estrangeiro como uma saída às limitações dos mercados de origem (Kindleberger, 1973).

Este enfoque foi aplicado por Graham e Krugman (1989), para explicar o padrão de crescimento do investimento estrangeiro nos Estados Unidos. Na década de sessenta, as grandes empresas desse país desfrutavam de amplas vantagens tecnológicas e empresariais, comparadas com as firmas européias e japonesas, e, conseqüentemente, dominavam tanto o mercado local quanto o

estrangeiro. A participação do investimento estrangeiro nos Estados Unidos era muito reduzida. Este quadro mudou, segundo os autores, na década de oitenta. A superioridade das firmas norte-americanas decaiu e as firmas estrangeiras estavam em condições de concorrer, tanto nos Estados Unidos, como no exterior¹².

Os oligopólios transnacionais modificam, com sua presença, a estrutura, conduta e desempenho dos mercados nos quais atuam, porque a introdução de uma grande empresa, altera o grau de concentração e a magnitude das barreiras de entrada.

Mas a existência de vantagens de propriedade, por si mesma, não explica o investimento estrangeiro. As empresas poderiam explorar essa condição mediante a simples exportação, ou através da licença tecnológica. Os fatores de localização e a decisão de internalizar as vantagens, foram as razões alegadas para complementar a resposta. De outro lado, fenômenos como o do investimento estrangeiro horizontal, necessitavam uma explicação diferente àquela das iniciativas de integração vertical, que admitiam interpretações baseadas na necessidade de abastecer-se de matérias-primas e produtos básicos localizados em outras regiões. A diferenciação de produtos, como estratégia para concorrer, baseia-se na

Citação de Elizondo, 1991, p. 71.

especificação de características de produtos tais que reduzam a elasticidade de sua demanda. Isto é possível em certas indústrias, mais do que em outras, e quando as empresas fazem sucesso com essa proposta, retêm conhecimentos da produção e comercialização dos produtos. O capital estaria atado a algumas indústrias, adquirindo certa especificidade. Isto significou um avanço com respeito aos enunciados da teoria neoclássica original. Agora, poder-se-ia pensar numa mobilidade do capital entre países, no interior de um mesmo setor, como mais viável do que o trânsito do capital de um setor a outro, dentro do mesmo país (Caves, 1971).

Com o desenvolvimento destas idéias de concorrência imperfeita, também foi mais fácil aceitar que a noção de uma relação direta, entre grau de monopólio e redução da concorrência, era falsa e que esta certeza poderia ser demonstrada no caso do investimento estrangeiro. Em um oligopólio, as empresas são obrigadas a antecipar-se à possibilidade de que outras ameacem sua posição de controle de uma fração do mercado, se chegarem a obter uma vantagem comparativa no processo de produção ou de "marketing". Este comportamento, sendo comum a todas as empresas, é o que garante a estabilidade do oligopólio. Daí que seja possível ver a origem da motivação, do investimento estrangeiro, na necessidade de manter essa estabilidade. Se uma firma investe no exterior, será imitada pelas suas concorrentes numa estrutura de mercado oligopólica, para impedir que as ultrapasse por realizações obtidas no exterior,

capazes de perturbar o equilíbrio de forças já atingido (Knickerbocker, 1973)¹³.

Esta contribuição permitiu entender por que tomavam-se decisões, aparentemente, irracionais, como aquelas que levavam à instalação de várias fábricas, de diferentes transnacionais, em países cujo tamanho do mercado não correspondia às exigências de escala desses investimentos¹⁴. Mas deixou sem explicação o fato que induzia a primeira empresa, que havia desencadeado o processo imitativo, a aplicar no exterior.

2.3 A teoria da internalização.

Outra corrente, a meados da década de setenta, deteve-se em novas motivações do investimento estrangeiro. As empresas podiam tomar essa decisão porque perturbações no fornecimento de matérias-primas ou serviços necessários para a produção, aconselhavam descartar a compra e empreender o autofornecimento. Esta explicação

Uma consequência desta hipótese é que o processo de investimento estrangeiro autolimitar-se-á à medida que a invasão de outros mercados aumente a concorrência e reduza a motivação de rivalidade oligopolística (Lizondo, 1991). Entretanto, embora o investimento estrangeiro aumente a concorrência nas indústrias, nem por isso descende.

Embora, de outro lado, a evidência analisada por Knickerbocker (1973) e Hufbauer (1975), mostrou que, quanto maior fosse o mercado implicado, maior seria a frequência de uma reação oligopolística.

ofereceu uma saída analítica às inumeráveis contribuições empíricas da teoria da organização industrial. De certa forma, retomou o marco neoclássico, dando ao mercado o rol central nos determinantes do investimento externo direto.

Segundo um dos gestores da teoria da internalização, o investimento estrangeiro é explicado pelos mecanismos do mercado, assim seja como resposta às suas imperfeições:

"...a essência da teoria da internalização é o reconhecimento de que são as imperfeições do mercado que permitem a operação eficiente do comércio e do investimento internacionais. Mostra que as multinacionais se desenvolvem, respondendo aos controles e restrições impostas pelos governos, que se opõem às justificações teóricas do comércio e o investimento direto, privados, livres... O processo de internalização permite às multinacionais superar as exterioridades que resultem dessas restrições" (Rugman, 1981, p. 27, citado por Fristch e Franco, janeiro de 1988, p. 25).

A origem desta teoria está num artigo de Coase (1937) (que por sua vez desenvolve as idéias de Knight, 1921) segundo o qual, quando um mercado não aloca os recursos, as firmas o fazem, e que esta é uma situação de mercados imperfeitos. A decisão de "internalizar" sucede quando existe incerteza quanto à evolução provável do cenário escolhido como referência para tomar a decisão, quando não se pode organizar mercados futuros e quando existe monopólio bilateral, num

contexto de fornecimento dependente de empresas localizadas no exterior (Buckley e Casson, 1976).

Outro caso de "falha do mercado" apresenta-se quando os bens ou atividades podem serem tratados como "bens públicos". Um exemplo revelador é o da tecnologia. O consumo individual não altera a oferta e não existe o princípio de exclusão: pode-se usar esse bem sem assumir os custos de sua concepção. Além disso, a tecnologia não pode ser revelada ao potencial comprador pois perderia seu valor. Sua utilidade será revelada no momento do consumo (Akerlof, 1977). De outro lado, a atividade de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), que produz as inovações, consome tempo, tem riscos e é incerta: sua produção, dada sua especificidade, costuma ser intercambiada num marco de monopólio bilateral.

Um tal grau de imperfeição do mercado leva, então, à decisão de internalizar operações que antes efetuavam-se através do mercado. O investimento estrangeiro é um resultado destas decisões quando as transações realizavam-se transfronteiras: ao instalar uma filial, naquele mercado que antes se abastecia mediante exportações, cobrem-se os custos de desenvolvimento¹⁵, ou internalizam-se

É uma alternativa à venda ou à licença da tecnologia, internaliza-se a exterioridade da inexistência de um mercado "completo" de tecnologias: Hirsch, 1976; Rugman, 1980; Agmon & Hirsch, 1979 e Telecio, 1979, citados por Fristch e Franco, op. cit.).

exterioridades (tarifas, proibições).

Entre as vantagens que as ETs devem ter frente às firmas locais pode estar a que surge perante imperfeições no mercado local de fatores financeiros (Lessard, 1979). Os elementos de ordem financeira que poderiam aumentar os fluxos reais de caixa, de um projeto para uma ET, frente aos que poderia obter uma firma local, incluem a possibilidade de eludir as barreiras cambiárias que mantêm a taxa de câmbio num nível de equilíbrio, e a opção de reduzir o pagamento total de impostos mediante uma escolha apropriada dos canais através dos quais realizam-se as transferências à matriz. Segundo Lessard, a existência dessas imperfeições financeiras permite que os rendimentos esperados pela transnacional, de um determinado projeto de risco, sejam menores do que os que poderia aceitar uma firma local. A ET estaria em melhores condições para diversificar o risco de seu pacote de investimentos, a nível internacional, e poderia arbitrar melhor os recursos entre mercados financeiros onde as restrições aos fluxos de capital, ou a intervenção governamental, distorcem o custo do capital.

Entretanto, a esta interpretação lhe falta uma justificação da noção que a leva a supor que os custos da internalização serão, significativamente, menores do que os do fornecimento através do

mercado¹⁶. Esta objeção é válida em termos do seu próprio marco de referência teórica, o que não impede considerar, como aqui o fazemos, sua contribuição à compreensão do por que as firmas aplicam no exterior, desde uma perspectiva microeconômica.

2.4 O enfoque eclético.

O enfoque eclético surgiu como epílogo dos trabalhos neoclássicos sobre o comércio internacional e o movimento internacional de fatores, desenvolvidos, separadamente, durante as décadas de sessenta e setenta, e que convergiram para a proposta de John Dunning (1977, 1979, 1988).

Os antecedentes imediatos do enfoque foram duas vertentes da análise neoclássica. Por um lado, alguns estudos trataram de dar-lhe maior realismo à teoria ortodoxa do comércio internacional, à teoria das vantagens comparativas (modelo Heckscher-Ohlin), mediante a consideração de outros elementos da produção (neofatores) e de

Para alguns, como Rugman (1986), esta teoria tem um alto grau de generalidade e abrange outras hipóteses parciais sobre os determinantes do investimento estrangeiro. As dificuldades encontradas nos exercícios de verificação empírica da teoria, que **strictu sensu** nunca poderão serem superadas, porque a natureza mesma das operações que internalizam-se implica que a medição e a informação são incertas, são atribuídas, por outros, a problemas superáveis de especificação (Buckley, 1988).

funções de produção diferentes, imperfeições de mercado e de dotações de empresas (em lugar de dotações de países).

Por outro lado, atendeu-se tanto a teoria ortodoxa da localização (da produção), quanto a doutrina neoclássica do investimento para tentar entender a composição e o crescimento do investimento estrangeiro mundial, desde a década de sessenta.

Não foi muito o que se avançou por estes caminhos (Hufbauer, 1970). Mais foi obtido com o desenvolvimento paralelo, a partir dos estudos de organização industrial que enfatizava a dotação própria das firmas, e cujo maior expoente foi Stephen Hymer (1960)¹⁷.

A convergência das teorias, sobre comércio e investimento estrangeiro, já antecipava-se devido à identidade de algumas das variáveis que explicavam o comércio e o investimento, num e noutro marco: o conhecimento e a tecnologia foram incorporados aos modelos

Esta tendência já foi vista como culminação da vertende da concorrência imperfeita. Caves, (1971 e 1974), desenvolveu a idéia de Hymer para explicar o investimento estrangeiro direto nesses termos de dotação das empresas, principalmente devido à maior capacidade, de algumas firmas, para diferenciar seus produtos no mercado; Johnson (1970), explicou as vantagens das empresas que aplicavam no exterior, baseado na superioridade de seu conhecimento do processo produtivo. Vernon e seus seguidores, especialmente Knickerbocker, adotaram um enfoque que enfatizava o comportamento (conduta) das empresas.

das duas aproximações, como a existência de imperfeições nos mercados, entre outras variáveis assimiladas.

Dunning (1977) reuniu no seu enfoque eclético os dois aportes. Os antecedentes imediatos para esta fusão, foram a teoria do ciclo do produto de Vernon (1966), a contribuição de Horst (1972), sobre a importância do tamanho da firma como variável chave, para entender o investimento direto e o comércio; e, outro trabalho do mesmo Dunning (1973), a respeito da entrada do Reino Unido à Comunidade Econômica Européia, que estabeleceu a necessidade de ver o comércio e o investimento no exterior como alternativas do "envolvimento" (involment) estrangeiro, a partir de dotações de propriedade e localização diferentes.

A partir dessa idéia, o autor propõe uma explicação sistemática do investimento estrangeiro, como uma das opções que se apresentam à empresa que tem operações no exterior. A posse de algumas vantagens leva à "internalização" dos seus benefícios, à decisão de aplicar (em lugar de comercializar a produção) no estrangeiro¹⁸.

A diferença com a teoria da internalização é que esta enfatiza mais as imperfeições do mercado, do que o âmbito das opções da empresa, embora, realmente, os dois desenvolvimentos são semelhantes. Uma e outra corrente disputam sobre qual delas tem maior grau de originalidade, e qual pode ser considerada como um caso particular da outra. Pode-se admitir que o estudo comentado (Dunning, 1977), é o mais completo e sistemático, dentre os que tomaram, como eixo da análise do investimento estrangeiro, o estudo das motivações para "internalizar" a produção.

Para que a empresa chegue à conclusão de que é melhor produzir no estrangeiro, devem conjugar-se três elementos: que a empresa tenha, ou possa adquirir ativos que outras empresas não estejam em condições de adquirir; que lhe convenha mais internalizar esses ativos, do que vendê-los ou adquiri-los, e que prefira associar-se com os recursos locais do país receptor, em lugar de fazê-lo com os do país de origem.

As empresas transformam insumos para obter um plusproduto. Se estes insumos estão disponíveis para todas as empresas e são específicos de uma localidade e só podem serem usados nela, estamos frente a **vantagens de localização** (recursos naturais, proximidade dos mercados e legislação sobre como usar os insumos). Se os insumos são específicos da empresa que os utiliza, à medida que pode produzi-los por si mesma ou comprá-los a outros, retendo sua propriedade exclusiva, ou quase exclusivamente, então são obtidas **vantagens de propriedade**. As vantagens de localização definirão se os mercados externos são abastecidos mediante exportações, ou com produção doméstica, e as vantagens de propriedade permitirão identificar as empresas que abastecerão esses mercados.

As **vantagens de internalização** dirão o por quê a companhia preferirá

empreender, ela mesma, a produção no estrangeiro em lugar de vender ou conceder licença aos conhecimentos que possui e que lhe outorgam uma posição preferencial no mercado. Isto sucederá quando existem distorções importantes na alocação de recursos, decorrentes das imperfeições dos mercados, ou da ingerência governamental.

As vantagens da propriedade não só induzirão o investimento estrangeiro, senão que aumentarão a competitividade da economia. A tese é que essa competitividade internacional é atribuível não só à posse de maiores recursos ou de ativos especiais, senão "ao desejo e à habilidade" das empresas para internalizar as vantagens resultantes da sua posse.

A internalização da produção é a manifestação da decisão dos oligopólios do país de origem, de "internalizar" os benefícios derivados da posse de certas vantagens especiais ou de minimizar os riscos de um abastecimento incerto; é o resultado, em todo caso, da existência de imperfeições do mercado que estimularão as práticas não competitivas no país hóspede; tenderá, assim, a aumentar a concentração da propriedade mediante a absorção de empresas locais e outras modalidades de comportamento das empresas transnacionais ETs, nos países anfitriões (Dunning, 1977).

Um estudo mais minucioso desta teoria, orienta ulteriores indagações sobre o Investimento Estrangeiro Direto - IED-, sobre os países em desenvolvimento - PED. Assim, por exemplo, os setores nos quais será mais freqüente e maior a participação das ETs, comparando-se com os mesmos indicadores no país de origem, segundo o previsível para esta teoria, serão: aqueles intensivos em capital, as manufaturas intensivas em P&D, as indústrias que abastecem consumidores de marcas, ou os que requerem grandes escalas para que sua produção seja lucrativa, os serviços intensivos em capital, ou em habilidades tais como seguros, bancos ou construção a grande escala, e atividades nas quais a integração espacial de insumos, produtos ou mercados, é essencial para a eficiência, tais como hotéis e empresas aéreas¹⁹.

Em todas essas atividades, coerente com o argumento, necessitam-se dotações vantajosas que somente são possuídas pelas ETs e, além disso, observa-se em todas, segundo Dunning, uma alta propensão a serem internalizadas através das fronteiras nacionais.

A constatação destas hipóteses será objeto da seguinte seção. A evidência empírica, como observar-se-á, em muitos casos precedeu a reflexão teórica e, devido a isso, principalmente, não chegou-se a conclusões muito firmes. Por outra parte, não existe uma teoria geral do investimento estrangeiro e o que espera-se dos exercícios é a verificação de algumas hipóteses cujo alcance é parcial quanto ao objeto temporal, geográfico e setorial.

A teoria também responde indagações sobre os casos em que as ETs aplicarão em um país determinado. Os incentivos, para evitar as desvantagens, ou para "capitalizar" as vantagens das imperfeições nos mecanismos externos da alocação de recursos, ou, o que é o mesmo, a propensão a internalizar a produção, encontram-se, ou no sistema de preços, ou na intervenção do Estado na economia.

A existência de rendimentos relacionados com as barreiras à entrada de novos concorrentes, de elevados custos das transações, de atividades interdependentes cujas economias não podem serem medidas exatamente, e de incerteza, promovem a internalização dos trabalhos produtivos. Do mesmo modo, a produção de bens ou serviços assimiláveis aos serviços públicos, como a tecnologia, cuja venda alienaria características não pagas pelo preço da venda, especialmente no caso de conhecimento não patenteável, leva o proprietário inovador a aplicar em lugar de conceder licença à tecnologia no estrangeiro.

A intervenção estatal promove a internalização, diretamente, em alguns casos, como quando apoia os trabalhos de P&D de certas empresas, por considerá-los mais eficientes (principalmente no país de origem), e, indiretamente em outros, como quando as empresas decidem elaborar uma estratégia global e especializar produções e processos no estrangeiro devido à existência de diferentes políticas

(que distorcem a alocação dos recursos) em diversos países²⁰.

Outras razões para internalizar através das fronteiras são: reduzir riscos e custos das taxas flutuantes de câmbio (Aliber, 1971); moderar os efeitos adversos da legislação, ou das políticas governamentais, por exemplo, a respeito da remissão de dividendos; tirar vantagem das diferenças entre taxas de juros e dos avanços ou atrasos dos pagamentos intragrupo; e, finalmente, ajustar a distribuição dos seus ativos entre diferentes áreas monetárias.

Nos países anfitriões, recentemente, surgiram tendências para mudar os termos da relação com as transnacionais mediante o aumento da fiscalização das práticas de transferência, via preços, e mediante a substituição da antiga IED, por novas formas de investimento - NFI -: contratos de licenciamento ou de "desempacotamento" de tecnologia, entre outros (Oman, 1986). Estas tendências levam as ETs a modificar suas decisões de internalizar através das fronteiras nacionais.

A teoria também ajuda a explicar, parcialmente, as mudanças setoriais do IED, ao longo do tempo. Toda decisão tem custos e benefícios. A

Por exemplo, manipulam-se os preços intrafirma quando existem diferentes taxas impositivas, com a finalidade de declarar maiores benefícios nos países onde o tributo sobre lucros é menor: Dunning, 1977.

medida que os mercados sejam aperfeiçoados, mais diminuirão os lucros da internalização; assim, pode-se explicar a tendência a externalizar as fontes de matérias-primas e produtos básicos. Reddway (1968), encontrou o seguinte fato: das filiais britânicas criadas inicialmente para internalizar esse fornecimento, somente 4% ficavam com esse papel.

A apresentação inicial, desta versão da teoria, explica o investimento estrangeiro como resultado da posse de vantagens de propriedade e da decisão de internalizá-las. A proposta "ecclética" de Dunning, como já foi dito, era integrar essa teoria à de localização e a outras como a do tamanho da firma e a de organização industrial para produzir uma interpretação total da internacionalização da produção.

Dessa maneira, fixam-se alguns pontos sobre a internalização, com importantes derivações para questões específicas, como a transferência de tecnologia e o comportamento oligopolista das ETs. Concluiu-se que:

1. existem vantagens na internalização e manutenção das atividades de P&D no país de origem. À medida que a tecnologia se padroniza, a difusão a outras localizações é mais rápida;
2. as ETs que produzem, em diferentes ambientes, coordenarão suas atividades segundo essas diferenças. Por exemplo, quando em um país desenvolvido não se reconhecem as patentes de algum produto e as

ETs são obrigadas a não comercializá-las, nos PEDs tampouco as comercializam, mas por razões diferentes: as ETs recusam-se a conceder licença à tecnologia em casos nos quais a manutenção da qualidade é fundamental para sua permanência no mercado, e não existem garantias de controle nesses países;

3. a internalização, e esta é, talvez, a conclusão mais importante, oferece vantagens, comparada com o comércio internacional. Uma ET com receitas diversificadas pode explorar melhor as vantagens das imperfeições em diversos mercados, através da manipulação dos preços, o uso de avanços e atrasos de pagamentos nas transações intragrupo, a aquisição e controle de informação, e a extensão dos benefícios desfrutados pelas firmas nacionais multifábricas a nível internacional;

4. a extensão da teoria do oligopólio a nível internacional (Knickerbocker, 1973), diz que, à medida que a companhia perceba seus mercados estrangeiros como parte de uma estratégia global, a decisão de internalizar vantagens pode ser crucial para as decisões de localização dos líderes e dos seguidores.

Em síntese, a versão total, **sistêmica** da teoria eclética dos vínculos de uma economia com o resto do mundo, diz que a competitividade internacional de um país, dependerá de suas dotações de fatores de localização e de propriedade de suas firmas **vis à vis** com a de outros países, e dos custos de transferência dos bens e serviços de um país a outro. As vantagens de localização definirão **onde** se efetuará a

produção, isto é, o tipo de "envolvimento" internacional da economia estudada.

Para a vertente ortodoxa, este é o **estado da arte** quando se refere ao investimento estrangeiro (Fristch e Franco, janeiro de 1988). Os desenvolvimentos da teoria da firma, da organização industrial, da concorrência imperfeita, do oligopólio e da localização, aplicados ao contexto internacional de forma "ecclética", permitem explicar o investimento no estrangeiro como uma decisão entre outras alternativas de atividades fora do país, estimulada pela confluência de certas características da firma e dos mercados onde opera (incluindo suas imperfeições e a intervenção estatal). A utilidade deste enfoque, para o estudo proposto, radica em que permite diferenciar comportamentos das ETs, segundo várias características, tais como origem do inversionista, setor onde opera e tamanho da firma, entre outras, o qual possibilita antecipar sob quais condições é razoável esperar que o investimento estrangeiro afluirá a um país e quais são as diferenças, entre inversionistas, que podem serem exploradas pelo país receptor para melhorar sua posição negociadora. Os efeitos do investimento estrangeiro no país anfitrião serão estudados no capítulo seguinte, a partir das hipóteses e da evidência empírica que as sustenta ou ilustra, segundo o caso.

A teoria eclética não indaga pelo cenário onde sucedem estas ações

das ETs. Para conhecê-lo é preciso acudir às teorias não ortodoxas cuja análise centraliza-se na evolução da economia mundial, nas relações de desigualdade entre os diversos países que explicam o porquê das "vantagens de propriedade e de localização" que tendem a concentrarem-se num grupo destes; o porquê a transnacionalização sucede num momento e não no outro, e o que é que assinala limites à discussão teórica das possibilidades dos países anfitriões alterarem os termos de suas negociações com as transnacionais. Essa análise ultrapassa o escopo deste trabalho.

2.5 As novas formas de investimento e as redes de empresas transnacionais: a hipótese da externalização.

O termo novas formas de investimento NFI, abrange uma ampla série de operações internacionais com o denominador comum de que a companhia estrangeira fornece bens, tangíveis e intangíveis, que são ativos, mas isto não significa que seja proprietária do projeto. Entre essas formas, denominadas novas por sua recente generalização, mais do que por seu carácter inédito, estão as associações (joint ventures), com uma participação não superior a 50%, os contratos de licenciamento, de manejo, produto e chave em mãos, produção compartilhada, contratos risco-serviços e subcontratação internacional (o sócio local possui menos de 50% do projeto).

Para serem tratados, realmente, como investimentos, as novas formas devem redefinir-se num sentido mais restrito do que o enunciado acima. Assim como está, a definição possibilita, às empresas estrangeiras, enfrentar a operação como uma venda de serviços. Nesse caso, sua atitude será a de interessar-se unicamente pelo preço de venda do seu serviço, e não pelo transcurso do projeto de investimento. A empresa estrangeira, então, deve perceber sua contribuição ao projeto como um de seus ativos e controlar uma parte do excedente gerado para que a nova forma seja, realmente, de investimento (Oman, 1986).

A tendência da década de setenta foi promover as NFI (em alguns países), alternativamente ao investimento estrangeiro direto IED, para aumentar o poder local e limitar o das empresas transnacionais ETs, na extração de rendimentos. As taxas reais de juros caíram e os países preferiram endividar-se para financiar seu crescimento e contratar NFI como meio para ter acesso aos ativos não financeiros. Assim foi mais fácil negociar as condições do investimento estrangeiro.

Na década de oitenta, subiram as taxas reais de juros e o panorama mudou: os países em desenvolvimento necessitaram as ETs para absorver tecnologia e penetrar nos mercados externos; o crédito externo era escasso e os PEDs trataram então de atrair o capital

estrangeiro com políticas mais liberais. Somente os PEDs mais avançados atualmente buscam desagregar o pacote de IED mediante contratos de NFI e as empresas transnacionais, quando acudem, às vezes preferem as NFI porque, geralmente, reduzem os riscos comerciais e políticos do IED.

Em certas ocasiões, as empresas estrangeiras de segundo nível, ou recém-chegadas a um mercado, utilizam as NFI como instrumento de concorrência e lhe oferecem maiores participações aos países e acesso à tecnologia em troca de condições preferenciais no mercado local. Às vezes, utilizam as NFI defensivamente, num ambiente internacional de rivalidade oligopolista, quando os meios financeiros não são suficientes para sustentá-las em vários mercados com investimento pleno.

As NFI são também um meio adequado para continuar explorando um ativo tecnológico, embora a padronização vá fazendo-lhe perder seu controle; nesse caso, as empresas estrangeiras concederão licença tecnológica para ganhar rendimentos marginais, adicionais, e usá-los no desenvolvimento de novos produtos. Um exemplo desta dinâmica foi a reestruturação industrial do Japão, feita mediante o apoio do Ministério da Indústria e Comércio às grandes firmas comercializadoras, no processo de transferência de segmentos e indústrias completas aos PEDs, mediante NFI (Oman, 1986).

A possibilidade de atrair novas formas de investimentos é limitada nos contextos de abertura. As ETs, que incluem investimentos em PEDs, numa rede global de investimentos, preferem as formas tradicionais de investimento estrangeiro direto e admitem chegar a certos acordos, de compartilhar risco ou transferir tecnologia, com mercados cerrados porque, somente assim, garantem que os projetos apoiados não concorrerão com a produção de outras filiais no mercado internacional. A importância relativa das NFI, contrária ao do IED dependerá, em último caso, não tanto das legislações dos países em desenvolvimento, ou de suas preferências, senão da dinâmica da rivalidade internacional entre as grandes firmas, da interação entre essa dinâmica e as políticas dos governos anfitriões e do setor produtivo de que se trate.

No setor primário, as novas formas de investimento estão substituindo as formas tradicionais de investimento direto. Os contratos típicos, de metais, desde o fim da década de sessenta, são celebrados entre grandes companhias mineiras estatais e contratistas internacionais que recebem um percentual fixo, ou uma quota, e assumem um pequeno risco relacionado com certo controle sobre o projeto. No setor agrícola, observa-se um movimento à contratação sob pautas das NFIs; as empresas processadoras de alimentos costumam vender toda a produção nos mercados locais.

Na manufatura as possibilidades são mais variadas devido a que existe grande diversidade de países, com diferentes políticas frente ao investimento estrangeiro, e uma complexa conjugação de fatores que pesa nas decisões das transnacionais, tais como: percepções sobre o tamanho e crescimento potencial do mercado local, estabilidade política, tipo de burocracia estatal e natureza das relações entre o setor público e o setor privado, estratégias nacionais a longo prazo, políticas macroeconômica e industrial e disponibilidade de mão-de-obra treinada e talento gerencial nativo. Em todo caso parece ter um padrão mínimo de referência:

1. *Caeteris paribus*, a NFI estará presente, com maior freqüência, em projetos cujo destino final é o mercado local e não o externo;
2. a NFI será mais provável quando o projeto absorva tecnologia madura, que possa ser difundida;
3. igual que o IED, a NFI tende a concentrar-se em setores com elevado valor agregado e maior crescimento relativo (Oman, 1986).

Os países em desenvolvimento, interessados no investimento estrangeiro, podem explorar a possibilidade de realizar acordos sob novas formas, levando em conta as vantagens e os custos dessas modalidades. No contexto da atual, e já não tão recente crise, as ETs tenderam a ver esses acordos mais como vendas de serviços do que assunções de riscos compartilhados. Nessa pequena margem, os países

podem, em primeiro lugar, induzir as ETs a mudar essa atitude; em segundo lugar, podem aceitar o desafio e empreender, incluindo um risco empresarial, vastos projetos de investimento, ganhando, ao mesmo tempo, habilidade gerencial e parte do controle sobre investimentos associados com capital estrangeiro; em terceiro lugar, não devem esquecer os objetivos que os movem a atrair capital estrangeiro: em consequência, devem estabelecer claramente os requisitos de desempenho, particularmente a respeito da transferência de tecnologia e, por último, já a nível de governos, podem alegar nos foros internacionais que uma recuperação do crescimento dos países que sofreram a crise da dívida externa, apoiada numa estratégia de reanimação do investimento estrangeiro, pode contribuir à aceleração do crescimento econômico global.

Cabe um último comentário: as NFI nem sempre são preferíveis ao IED. Por exemplo, se a ET está comprometida com o sucesso do projeto, as decisões serão levadas em conta, incorporando o conhecimento global da ET sobre o mercado, e as possibilidades futuras do mesmo, e o risco de equivocar-se será menor quando o país é o responsável pelas decisões, já que não conta com a mesma capacidade de percepção daquilo que sucede no mercado internacional.

Estas novas formas de investimento são vistas, pelos autores franceses, como a relatividade do princípio da internalização: a

preferência das empresas por modalidades de risco que envolvem menores aportes de capital, desbotou a preeminência tradicional dos vínculos financeiros na constituição de grupos econômicos. Já não é verdade que, para assegurar uma gestão eficiente, as matrizes tenham que reter cem por cento da propriedade das subsidiárias.

As mudanças nas modalidades de organização empresarial, que estão gestando-se, seriam uma segunda expressão da relatividade do princípio da internalização: as ETs agora estariam buscando reduzir os custos de transação através de alianças e acordos de cooperação, especialmente nos trabalhos de pesquisa e desenvolvimento, dando lugar ao surgimento de um novo modelo de empresa-rede transnacional (Delapierre e Michalet, 1989)²¹

III O impacto do investimento estrangeiro nos países em desenvolvimento. Evidência empírica.

Críticos e apologistas da importância do investimento estrangeiro no processo de desenvolvimento centralizam seus argumentos nos aportes desse investimento aos seguintes níveis:

1. Se contribui, ou não, à difusão e absorção de tecnologia;

Segundo estes autores, a expressão **hollow corporation** foi sugerida primeiro por Business Week, 3 de março de 1986.

2. se favorece ou deteriora o balanço de pagos e o balanço poupança-investimento;
3. se é proclive a exportar ou a importar, comparado com o investimento realizado por nacionais, e se favorece, ou desestimula, o desenvolvimento e o bem-estar globais;
4. se acentua ou reduz o grau de competitividade na economia receptora;
5. se estabelece, ou rompe, encadeamentos para atrás, mediante demandas aos fornecedores locais, de insumos necessários à produção;
6. se reduz, ou respeita, a soberania nacional e os âmbitos das definições da política econômica; e
7. se impõe-se, ou adapta-se, à idiossincrasia dos nativos quanto a métodos de produção e hábitos de consumo.

A evidência empírica reunida até o momento não é conclusiva. Apenas serve para enunciar alguns postulados de ordem muito geral, porém suficientes para ter cautela quando se trata de defender, ou contestar, teses a favor de determinadas políticas frente ao investimento estrangeiro.

3.1 Contribuição do investimento estrangeiro no campo tecnológico.

Um argumento a favor do investimento estrangeiro diz que as empresas transnacionais sabem as últimas técnicas de produção e que, para ganhar competitividade e estar em condições de exportar, é necessário o concurso tecnológico das transnacionais.

Os críticos do investimento estrangeiro direto dizem que as empresas transnacionais ETs, utilizam, nos países em desenvolvimento PEDs, tecnologias criadas para o contexto do mundo desenvolvido: são tecnologias elevadamente intensivas em capital e em habilidades especiais, que são vertidas na produção de bens com altos quesitos de qualidade, enquanto que estes países necessitam tecnologias intensivas em trabalho e produtos pouco sofisticados.

Segundo estes críticos, é certo que para produzir certos bens e estar em condições de competir internacionalmente, é necessário permitir a presença do capital estrangeiro. Tratando-se de tecnologia de ponta, entretanto, dificilmente se poderá esperar absorção do conhecimento, de parte do país hóspede. A razão fundamental do investimento para a transnacional, terá sido o desfrute de rendimentos monopolísticos, derivados da posse de algumas vantagens tecnológicas.

Quanto à seleção e adaptação da transferência de tecnologia,

encontrou-se que o tipo de mercado influi no tipo de tecnologia. A substituição de importações atrairá tecnologias manufatureiras, tipo ensablagem, que oferecem poucas economias de escala. Pelo contrário, a produção para exportar (frequentemente aos países industrializados, origem das matrizes), implica uma seleção global entre localizações alternativas, mais que uma simples dicotomia sobre produzir ou não para um mercado fechado, e as tecnologias escolhidas não têm porque adaptar-se às características do mercado local²². Existem outras razões, pelas quais um processo direcionado à exportação necessita menor adaptação. Quando se produz para um país industrializado, é mais improvável que se façam ajustes, levando em conta, por exemplo, a dotação local de fatores (aumentando a intensidade do trabalho), ou o tamanho do mercado, do que quando se produz para um pequeno mercado protegido devido à sensibilidade dos consumidores frente às mudanças na qualidade, ou outras características relativas à intensidade de capital do processo de produção (Casson e Pearce, 1989).

A teoria ortodoxa sugere que as tecnologias transferidas aos países em desenvolvimento, serão mais intensivas em trabalho e menos intensivas em capital do que as geralmente usadas nos países

A teoria convencional da especialização internacional indicaria que as empresas transnacionais, direcionadas à exportação, prefeririam tecnologias aplicáveis a indústrias baseadas em recursos naturais, tais como minerais e agricultura tropical, e aquelas que utilizam intensivamente o trabalho.

desenvolvidos, PDs. Muitos estudos encontraram evidências de adaptação quando o investimento foi dirigido à produção substituta de importações e quando o mercado era de pequeno porte: Reuber et al (1973); Lipsey, Kravis e Roldan (1982); Morley e Smith (1977 a); ILO (1972: Quênia). Porém, outras análises não encontraram evidência de que as ETs tivessem se esforçado para adaptar-se às condições locais (Casson e Pearce, 1989, p. 99). Geralmente, estes estudos sugerem que nos PEDs, as firmas que adaptam seus métodos de produção fazem poucas modificações no "design" do produto ou no tipo de equipamento. As firmas que não se adaptam podem ter a restrição de ter que submeter-se às pautas internacionais de qualidade, sendo impossível, por essa razão, reduzir o grau de mecanização.

A respeito do tipo de tecnologia utilizada, é necessário comparar combinações de fatores utilizados no país de origem, e no país receptor, para produzir o mesmo produto, e isto nem sempre é possível. Além disso, a intensidade do fator pode estar relacionada, como já foi observado, com a orientação do mercado. As filiais que estão orientadas à exportação, utilizarão técnicas mais intensivas em capital do que as que abastecem o mercado local. Se o indicador de não adaptação é a intensidade de capital, existirá uma distorção na análise. Outra ambigüidade pode surgir se a ET enfrenta diferentes preços relativos de fatores (com relação às firmas locais), e por isso pode inclinar-se a utilizar tecnologias intensivas em capital. A ET pode ter acesso ao capital mais barato do exterior, e de forma mais

fácil, do que um PED; a firma local pode contratar mais barato o trabalho, dado o conhecimento que tem desse mercado. Pode-se esperar que a inclinação a usar mais intensivamente o capital em PED, por essas razões, decresça à medida em que é maior o grau relativo de desenvolvimento do PED (Casson e Pearce, 1989).

Também é importante controlar as diferenças inter-industriais na seleção das tecnologias forâneas: um estudo da Organização Internacional do Trabalho OIT, para o caso da Quênia (ILO, 1972), mostrou que em todas as indústrias, a intensidade de capital das ETs era superior à das locais, mas em vários setores dominava o capital estrangeiro; nos setores com domínio compartilhado, as empresas locais mostraram maior intensidade de capital.

A hipótese de que as subsidiárias, direcionadas ao mercado interior, poderiam fazer mais adaptações à dotação local de fatores parece ter sido refutada pelos estudos de Agarwal (1976) e de Balasubramanyam (1984), para a Indonésia e a Índia, que encontraram maior intensidade de capital nas filiais, mas a origem deste fato poderia estar nas características técnicas do ramo em que aplicavam as ETs e não na nacionalidade da propriedade. Isto pode explicar os diferentes resultados de Wells (1973) no estudo sobre 6 ramos da indústria leve na Indonésia.

Geralmente, a empresa transnacional está em melhores condições para fazer adaptações à medida que conhece profundamente a tecnologia utilizada; quando se trata de bens de consumo diferenciado, melhor conhecimento dos hábitos locais pode atuar a favor do inversionista nacional.

Uma contribuição crucial, que pode dar o capital estrangeiro ao aumento da competitividade dos PEDs , é a de transferir-lhes tecnologia padronizada. Para absorvê-la é necessário descompor os elementos do pacote tecnológico, e para isso, as novas formas de investimento constituem uma modalidade desejável: elas podem satisfazer, ao mesmo tempo, as petições de maior controle de parte dos países receptores, e de menor risco de parte das empresas (Paus, 1989).

Deve-se notar que as ETs preferirão a participação majoritária, na ausência de restrições, principalmente quando é difícil patentear a tecnologia, quando o produto é facilmente comercializável, e quando o produto tem uma marca famosa que necessita ser protegida mediante o controle da qualidade (Buckley & Casson, 1985). Uma tecnologia não patenteável só pode ser protegida mediante o sigilo. Mas, ninguém está disposto a pagar por uma tecnologia que não pode compreender.

Do outro lado, dado que a tecnologia tem características de bem público, deve ser explorada, simultaneamente, em várias fábricas. Porém, se é explorada através da concorrência aberta entre as fábricas, perder-se-á o rendimento monopolístico que permitiria dar cobertura aos custos de pesquisa e desenvolvimento. Então, a firma matriz organizará um consenso para fixar preços para os produtos das diversas fábricas. Uma das formas é criar uma ET, reunindo-as sob uma só propriedade e submetendo-as a controle; outra forma seria estabelecer um cartel com todos os usuários da tecnologia. Um método final seria pagar pelo uso duma tecnologia, quando está protegida por uma patente, mediante acordo que outorgue, ao proprietário da patente, direito ao veto de licenças para mercados específicos; dividirá o mercado mundial em segmentos, evitando a sobreposição; em cada um deles, o proprietário da licença terá o monopólio do mercado. A firma estrangeira reterá um grau de controle sobre a licença local, embora não participe na propriedade. O controle não será exercido através de intervenção discricionária, do tipo permitido na propriedade direta, senão através do direito ao veto de decisões específicas de exportação.

Para a empresa estrangeira, a alternativa à propriedade como garantia para preservar a qualidade, é subcontratar de tal forma que seja imposta a dependência econômica do subcontratista. Justificam-se outros acordos restritivos, devido à importância do controle da qualidade (Casson 1979; UNCTAD, 1971; UNCTC, 1983 a,b,c; UNCTC, 1988).

Estes acordos incluem compras, atadas à matriz, de insumos cruciais, equipamento e peças, e a contratação de pessoal estrangeiro em posições chaves, na filial do PED (Casson e Pearce, 1989).

As práticas restritivas continuarão sucedendo, não só para garantir o rendimento no PED, senão para obtê-lo a escala global (Casson e Pearce, 1989). A propriedade direta constitui uma boa forma de exercer as restrições, mas, se as normas governamentais a dificultam, existem outras formas para fixá-las. As ETs preferem arranjos alternativos que lhes assegurem o controle (Long, 1981). Certos governos de países em desenvolvimento percebem, agora, que as ETs nunca renunciarão ao controle, então, tendem a relaxar sua oposição à IED (propriedade) aberta, que afirmam, é mais fácil de controlar.

3.2 Empresas transnacionais e desempenho exportador das economias receptoras

Quanto à capacidade, do investimento estrangeiro, de aumentar a competitividade e as exportações do país hóspede, a evidência empírica não é conclusiva, mas pode-se dizer, em primeiro lugar, que depende do setor. A agroindústria está, geralmente, mais propensa à exportação e à medida que a tecnologia estrangeira melhore a produtividade, aumentará as exportações. No setor mineral o efeito não é tão claro. As exportações podem serem estimuladas, não pelo

descobrimto de novas minas, senão porque seu esgotamento rápido cobre o risco da expropriação. A nacionalidade da empresa transnacional também tem sido uma das variáveis utilizadas para explicar a vocação exportadora de um investimento estrangeiro (Kojima, 1973, 1975, 1985)²³

A maioria dos estudos empíricos analisam a manufatura comparando pares de firmas: Riedel (1975), encontrou somente em um, dos seis casos estudados, no qual a firma estrangeira foi mais orientada às exportações do que as locais (na Tailândia, 6 casos no setor eletrônico). No México, Jenkins (1977) viu que as firmas locais tinham melhor desempenho exportador em bens intermediários e indústrias tradicionais, e as estrangeiras em indústrias relacionadas com engenharia; Willmore (1976) encontrou melhor resultado para firmas estrangeiras na Costa Rica; Lall e Mohammad (1983) confirmaram a mesma situação para uma grande firma na Índia. É difícil generalizar, dada a evidência disponível, porém, pode-se dizer que quando a firma possui capacidade técnica, exporta, e que, nem o conhecimento do mercado exterior, nem a experiência comercial parecem dar à ET alguma vantagem especial, contra tudo o suposto previamente (Casson e Pearce, 1989). Em outros casos, as diferenças no desempenho podem ser compatíveis com o enunciado de que "quanto mais alta seja a

A, assim chamada, hipótese de Kojima será analisada minuciosamente na seção dedicada a caracterizar o padrão da IED segundo a origem da ET.

barreira ao mercado associada com o produto, quanto mais distante ou complexo seja o mercado de destino, maior é a vantagem da firma estrangeira"(De la Torre, 1974, p. 137, citado em Casson e Pearce, 1989, p. 106). Analisando a influência da indústria e a dotação de fatores que o país possui, nota-se que os estudos comparam setores nos quais operam ETs e locais, e excluem aquelas indústrias mais de avançada e países mais imaturos de onde somente as ETs podem exportar.

Vários estudos também confirmaram que as empresas transnacionais têm maior propensão a importar (Natke e Newfarmer, 1985, para o Brasil; Newfarmer e Marsh, 1981; Jenkins, 1977, para o México; Riedel, 1975, para a Tailândia; e Cohen, 1973, para a Coréia). Também há evidência do contrário, embora seja mais reduzido o número de estudos que o prova (Willmore, 1976, para a Costa Rica; e Lim, 1976, para a Malásia). Uma explicação plausível é que ali, onde as empresas transnacionais são as únicas capazes de empreender determinadas produções, muito provavelmente, tampouco haverá empresas locais aptas para produzir os insumos necessários e o investimento tenderá a gerar demanda de importações e a operar como um enclave (Riedel, 1975).

3.3 Impacto do investimento estrangeiro na configuração industrial da economia hóspede.

Existem três aspectos a considerar sobre os efeitos da presença de transnacionais na produção manufatureira de um país. Em primeiro lugar está o tema da concentração industrial. Em segundo lugar, são avaliados os vínculos entre as ETs e as firmas locais e, por último, as mudanças no rol das economias hóspedes na divisão internacional do trabalho, originadas em decisões internas das transnacionais.

A respeito do primeiro ponto, os estudos costumam pesquisar a concentração da produção mais do que a das vendas (que inclui as importações), embora este aspecto seja crucial para os propósitos da política econômica. A evidência sobre a concentração é reduzida e débil. Alguns estudos sugerem que entre mais concentrada seja a indústria, mais atrairá a IED no setor. Lecraw (1983), sugere que enquanto as empresas transnacionais dos Estados Unidos e Europa operam mais intensivamente em indústrias mais concentradas, as ETs do Japão e as dos países em desenvolvimento PEDs, operam mais, nas menos concentradas, sem entrar a discutir se trata-se de uma relação de casualidade ou não. Lall (1979) sugere que inicialmente o efeito, da entrada de uma ET, será aumentar a concorrência, especialmente se não se trata de um caso de absorção de empresas já estabelecidas e se a ET induz os concorrentes a imitá-la. Evans (1977), enfatiza a potencial importância deste segundo elemento. Em uma indústria dominada por um número limitado de concorrentes globais oligopolistas (de várias matrizes de diferentes nacionalidades), a entrada de um

deles num mercado novo pode induzir a maioria dos outros a entrar também²⁴, de tal forma que o PED termina reproduzindo a estrutura industrial global. Entretanto, quando existem economias de escala, o serviço de um pequeno mercado, por um grande número de firmas, resulta em ineficiências e, em tais casos, o inversionista inicial, se pode, cria barreiras à entrada das firmas rivais.

A longo prazo, segundo Lall (1979), a entrada das ETs estimula a concentração:

1. pode forçar as firmas locais a sair do negócio, como resultado natural das forças convencionais do mercado que obrigam o produtor marginal a sair, ou mediante uma guerra de preços;
2. pode entrar adquirindo empresas locais;
3. a conduta das firmas estrangeiras pode estimular associações defensivas entre as empresas locais; e,
4. as ETs são muito eficientes para conseguir prebendas do governo. Até este momento, entretanto, nenhum estudo provou em forma definitiva que existe uma relação de casualidade entre a entrada do capital estrangeiro e o aumento da concentração industrial no país hóspede.

O segundo aspecto importante, do impacto das empresas

Segundo a, já estudada, hipótese da reação oligopolística utilizada para explicar a IED (Knickerbocker, 1973).

transnacionais na estrutura industrial das economias receptoras de seu investimento, é o das dinâmicas inter-setoriais e as demandas derivadas que podem gerar. Já foi mencionada a hipótese sobre o carácter de encrave de certos investimentos, em alguns países. O estudo de Reuber (1973), sugeriu diferenças no tipo de vínculos estabelecidos pelas ETs com as firmas locais, segundo o mercado que serviam, a origem da ET e o país receptor. Ele concluiu que os projetos com IED, direcionados às exportações, eram menos abastecidos por firmas locais do que os demais. As ETs européias tendiam a comprar mais das firmas locais do que as ETs dos Estados Unidos e do Japão. Na América Latina, as empresas nativas forneciam muito mais, às transnacionais instaladas no seu território, do que as asiáticas; e na Índia, os vínculos entre transnacionais e firmas locais, eram os mais fortes, entre todos os países estudados.

Mas o carácter de encrave do investimento estrangeiro parece reduzir-se com o grau de desenvolvimento da economia: tende a haver maior integração com o mercado local, inclusive nos projetos orientados à exportação, quando a economia é menos atrasada (Lim e Pang, 1982); a transferência do saber fazer (know how), depende da capacidade de absorção de conhecimentos da firma local. Seria prudente não generalizar: não sucede o mesmo quando a motivação de um investimento é a subcontratação de uma tecnologia complementar às duas firmas, e onde o insumo comprado está estabelecido e padronizado (só existe pouca esperança de transferência de

conhecimentos), e quando a ET decide subcontratar, porque sua capacidade própria é limitada, ou quando o componente é especializado (em cujo caso é mais provável que suceda a transferência do saber fazer: Jansson, 1982). Um caso muito especial de transferência sucede quando a ET desenvolve seu fornecedor.

A evidência total mostra que os encadeamentos para atrás não são muito freqüentes, nem como os necessita o processo de desenvolvimento. Ainda está aberto o tema de que se isso é devido a decisões da matriz, ou à incapacidade dos empresários locais, ou a outros fatores (Casson e Pearce, 1989).

3.4 Especialização e transnacionalização.

As empresas transnacionais tomam decisões que alteram a divisão internacional do trabalho e, conseqüentemente, a especialização das economias em desenvolvimento. Separam-se diferentes etapas da produção, localizando-as em diversos países (Lipietz, 1983; Helleiner, 1973). Isto é mais fácil em algumas indústrias do que em outras. Só quando os benefícios da separação superam os custos, a operação será viável. Para a teoria ortodoxa sobre localização de investimentos, o principal benefício deriva da vantagem comparativa: se diferentes etapas de produção usam fatores de produção com intensidade variável, o uso eficiente dos recursos aconselha

localizar cada etapa onde o fator utilizado intensivamente seja mais abundante.

Japão e Estados Unidos participaram ativamente neste esquema de divisão do trabalho. As firmas japonesas, localizadas no Japão, produzem os componentes intensivos em trabalho qualificado, enquanto que outros componentes são produzidos em filiais localizadas em PEDs, com pouca mão-de-obra qualificada. As empresas européias utilizam menos essa prática.

A divisão internacional do trabalho é um produto histórico e mutável e é o resultado, em certa parte, das políticas dos países. Os países industrializados, especialmente os Estados Unidos, criaram uma estrutura tarifária especial para os bens exportados visando a sua manipulação no exterior e reimportação, submetendo-os unicamente a impostos sobre o valor adicionado no exterior (posições 806 e 807). Alguns PEDs criaram zonas com estímulos especiais para atrair investimento estrangeiro orientado à exportação.

3.5 Investimento estrangeiro direto, comércio exterior e saldo de pagamentos dos países receptores.

A corrente líquida, de bens e serviços entre matriz e filiais localizadas em PED, afeta o balanço comercial do país receptor. O comércio intrafirma tem sido característico da expansão do comércio mundial no pós-guerra, mas não existem estimativas exatas sobre sua magnitude. Alguns estudos elaboraram aproximações empíricas para captar as magnitudes destas transações e seu impacto no equilíbrio externo dos países. A dedução é que não é possível generalizar conclusões; são obtidas, apenas, algumas correlações positivas, não estruturadas numa teoria global que permita prognosticar parcialmente relações de casualidade.

Tomando como indicador as importações das filiais fornecidas pela matriz, um trabalho sobre as ETs dos Estados Unidos chegou à conclusão que, nas indústrias de alta tecnologia, que gastam quantias importantes em pesquisa e desenvolvimento, as transações intrafirma são mais freqüentes (Casson e outros, 1986). Em outra análise mostrou-se que há uma relação positiva entre o comércio intrafirma e as necessidades de serviços e "marketing", após as vendas, para bens perecíveis de ampla difusão (Lall, 1978).

Na direção contrária, as exportações das subsidiárias para a matriz explicaram 48.4% das importações das ETs dos Estados Unidos, com diferentes percentuais segundo o setor da atividade: em bens primários (excluindo o petróleo), 23.5%; em bens semifaturados 37.6%; e

em manufaturados 53.6% (Helleiner, 1979).

A origem das firmas transnacionais explica, em parte, as diferenças de magnitude do comércio intrafirma. A princípios da década de oitenta, segundo outra avaliação, Japão dirigiu 79% das suas exportações para suas subsidiárias; Estados Unidos 68%; e as firmas européias 65%; somente 23% das exportações européias foram dirigidas a filiais estabelecidas em PED. Do lado das importações, a ordem se altera ligeiramente: Japão importou das suas filiais 84% das suas compras externas; Europa 57%; e os Estados Unidos 53%; 37% procedente dos países em desenvolvimento.

Numa tentativa de generalização, Casson e outros (1986) propõem três elementos que estimulam o comércio intrafirma:

1. a novidade do produto e de seus métodos de produção;
2. as exigências de qualidade que impedem comprar insumos e componentes em qualquer fornecedor;
3. custos especiais na produção e distribuição, devido ao uso de equipamento muito específico.

E como elementos que desestimulam as transações intrafirma, os citados autores destacam:

1. o uso de equipamentos que ofereçam economias de multiprodução

devido à dificuldade de manejo de múltiplos fluxos de bens;

2. a existência de múltiplos insumos e produtos de um processo de produção, por dificuldades de manejo empresarial.

A possibilidade de distorcer balanços com fins de evasão fiscal é outra das razões aduzidas para explicar o crescente volume do comércio intrafirma, e existe alguma evidência de que assim é (Vaitsos, 1974; Lall, 1973; Natke, 1985; Plasschaert, 1985).

As decisões das ETs sobre a localização de diversas etapas de um mesmo processo de produção, em diferentes partes do mundo, afetam o volume do comércio nos países envolvidos na decisão, mas é difícil precisar em que medida o fazem, já que não existem, na maioria dos casos, padrões internacionais de comparação para estabelecer os preços pelos quais se efetua o intercâmbio de bens e serviços (incluindo os tecnológicos) entre matrizes e filiais. É devido a estes fatos que surge a preocupação com a relevância dos espaços nacionais como âmbitos de regulamentação da atividade econômica a nível mundial.

Na evidência comentada, o máximo que permite concluir é que as subsidiárias estrangeiras serão mais proclives a exportar se estão integradas num circuito internacional como fornecedoras de suas

matrizes, no caso da manufatura, e provavelmente mais, se as empresas transnacionais são japonesas. Embora também nesses casos, as ETs estarão mais inclinadas a importar e o balanço líquido só poderá estabelecer caso por caso.

Do ponto de vista do aporte líquido de capital e impacto global sobre a balança de pagamentos, ouve-se freqüentemente uma crítica ao investimento estrangeiro no sentido de que o aporte de divisas é mínimo, que o balanço é quase sempre negativo e que as transnacionais nutrem-se nas fontes locais da poupança e substraem recursos de investimento às firmas nacionais. Com todas as dificuldades que existem para avaliar exatamente este comportamento, o que as cifras agregadas mostram é que na década de setenta, as importações de capital dos PEDs representaram uma pequena parte do crescimento dos ativos controlados pelas ETs nesses países (que cresceram absorvendo recursos locais ou reaplicando os rendimentos). Também as repatriações de capital superaram investimentos novos, em parte, menciona-se, devido ao temor da expropriação (Casson e Pearce, 1989).

3.6 Padrões de comportamento das empresas transnacionais segundo sua nacionalidade.

O estudo comparativo dos padrões de investimento dos Estados Unidos

e Japão, elaborado por Kojima (1985), sugere que a tecnologia japonesa de aplicação em manufatura está mais adequada às características dos PEDs do que a dos Estados Unidos, dado que está relacionada com métodos de produção em massa, em indústrias maduras tais como engenharia de ensamblagem e têxteis, e a que é menos intensiva em alta tecnologia. Aduz que a transferência de tecnologia japonesa reforçará a vantagem comparativa dos PEDs, enquanto que a tecnologia dos Estados Unidos será mais forte nas indústrias nas quais os PEDs estão em desvantagem. Diz que os japoneses podem tutorar aos PEDs, seguindo um plano seqüencial de desenvolvimento, num setor cuja experiência pode ser expandida a outros setores. Finalmente, Kojima sugere que o investimento japonês envolve mais participação e menos controle direto do que o dos Estados Unidos. Isto é compreensível porque grande parte do investimento do Japão é feito através de associações com o capital local (joint ventures) e mediante acordos de colaboração industrial²⁵.

A maioria dos outros trabalhos empíricos a esse respeito,

A razão das diferenças estaria na dotação de recursos dos dois países e no momento da expansão das ETs de uma e outra origem nacional: o investimento japonês estaria dirigido ao desenvolvimento de fontes de recursos naturais dos quais carece e o dos Estados Unidos, realizado por firmas manufatureiras inovadoras e oligopolísticas, estaria dirigido a ramos nos quais têm vantagem oligopolística, porque seria a única maneira de reter esses rendimentos, e não estariam, por essas razões, inclinados a exportar desde a filial. Dunning (1988) criticou o marco neoclássico do Kojima, que lhe impedia levar em conta as falhas do mercado e a realidade, da internacionalização nas ETs, dos mercados de produtos intermediários.

concentrou-se em saber se o investimento japonês está ou não está dirigido mais ao comércio do que o dos Estados Unidos. Lee (1983) mostrou (para Coreia em 1974 e 1978) que não existiam diferenças na intensidade de fatores; que mais de 80% do valor agregado pelas filiais dos Estados Unidos, estava em indústrias de alta tecnologia; que a diferença fundamental, na orientação ao mercado externo, apresentava-se na faixa de bens de alta intensidade de capital e alta tecnologia; desses bens Japão exportava, desde os países receptores do investimento, 47% do produto, e os Estados Unidos somente 9%.

Thee (1984), no seu estudo sobre a Indonésia, encontrou que o investimento japonês tem sido mais orientado à substituição de importações. Mas, que o motivo deste fato foram as restrições indonésicas; o investimento foi feito em setores intensivos em mão-de-obra, que teriam sido exportadores se não existissem as restrições. Hill e Johns (1985) encontraram que para cinco países asiáticos, a meados da década de setenta, os investimentos dos Estados Unidos foram mais exportadores (mais de 50% das vendas, exceto na Indonésia) do que os japoneses.

Nakajo (1980) comprovou que os investimentos japoneses "criam comércio", ao observar o rápido crescimento comercial, do Japão com suas filiais asiáticas, a princípios da década de setenta, e que três quartas partes das subsidiárias asiáticas japonesas estão

especializadas em diferentes etapas do processo de produção.

Nas últimas duas décadas surgiram empresas transnacionais de países em desenvolvimento, cujo padrão de comportamento é diferente daquele das outras transnacionais. Wells (1983) e Lall (1986) mostraram que a principal característica, do investimento externo direto dos PEDs, era sua habilidade para adaptar a tecnologia padronizada dos países desenvolvidos aos PEDs.

As ETs provenientes de PED dependem de joint ventures, acordos de colaboração industrial e contratos chave em mãos; a modalidade, às vezes, é consequência da indústria em que operam. Por exemplo, Coréia atingiu uma posição internacional dominante na construção, onde a participação estrangeira limita-se ao projeto, na sua fase inicial e onde a participação local é necessária para conseguir o terreno (Casson e Pearce, 1989, p. 115). Em geral, inicialmente prefere-se a associação e não o controle direto, porque o meio local é desconhecido. Os PEDs tendem a investir, no começo em países vizinhos, principalmente naqueles com os quais têm fortes nexos culturais. Isso também muda à medida que as empresas adquirem mais experiência. Em um estudo no qual foram entrevistados empresários de Hong Kong, encontrou-se que investiam no exterior porque:

1. os custos da força de trabalho do país estavam aumentando mais do que em Singapura ou Tailândia;

2. era necessário para eludir as quotas dos têxteis de Hong Kong nos Estados Unidos e no Reino Unido; e
3. deviam preparar-se para diversificar os riscos relativos ao retorno de Hong Kong à China, no final do século XX (Chen, 1983).

Estas motivações são semelhantes à motivação japonesa que decidiu aproveitar a nova divisão internacional do trabalho para conservar os mercados de exportação ganhos antes, baseada no manejo talentoso da produção em massa de bens maduros. Para Parry (1981), essas ETs de PED também servem de intermediárias na transferência de tecnologias mais sofisticadas desde os PDs para os PEDs, da mesma forma que Japão o fez (Kojima, 1985):

Há pouca evidência empírica sobre os efeitos do investimento estrangeiro direto - IED, dos países em desenvolvimento em suas próprias economias. Um estudo recente das Nações Unidas (United Nations, 1993), recolhe os estudos existentes sobre o impacto na balança de pagamentos, emprego, estrutura industrial, receita, arrecadação tributária e relações sociais e políticas. A conclusão é que a avaliação destes efeitos apresenta as mesmas dificuldades de medição e de especificação dos modelos econométricos que possui o estudo das conseqüências do investimento externo dos países industrializados. Nota-se, com razão, que uma das restrições mais importantes da análise é a impossibilidade de captar adequadamente o

processo de ajuste dos mercados de bens e fatores, num contexto dinâmico, no qual é difícil estabelecer relações de casualidade e pesos argumentais específicos a cada uma das forças que podem estar atuando para produzir um determinado resultado. Apesar da limitação das experiências avaliadas, o estudo conclui que, quanto mais aberto e dinâmico, do ponto de vista tecnológico, seja o país (em desenvolvimento) de origem, maior será a contribuição, de seu investimento direto no estrangeiro, ao aperfeiçoamento de suas mudanças estruturais.

3.7 Desregulamentação, intervenção e capital estrangeiro.

A busca de transparência nos mercados e de eficiência na alocação de recursos, levou a confundir a desregulamentação com ausência do Estado em todos os cenários econômicos. A realidade dos mercados internacionais entretanto, impõe, aos países em desenvolvimento, a necessidade de planejar sua expansão externa. A década de noventa começou com anúncios de retorno ao protecionismo, a partir da conformação de blocos econômicos, num ambiente de desaceleração de crescimento do produto e do comércio mundiais. O equilíbrio externo dos PEDs não está assegurado mediante a simples adoção de medidas liberalizantes. Desonerar o comércio não assegura o abastecimento nem a capacidade de importar; a desvalorização não aumenta, por si só, a competitividade e a penetração dos mercados; dar exonerações e

prebendas não garante a entrada de capitais, e os resultados instantâneos não permanecem ao longo do tempo sem políticas globais, de intervenção do Estado, que indiquem claramente os objetivos e as regras do jogo. O capital estrangeiro não é buscado, simplesmente, como um recurso de investimento, senão porque lhe são atribuídos dons especiais de: abrir mercados externos, aportar divisas, transferir tecnologia; os países em desenvolvimento concorrem entre si para atraí-lo; para as transnacionais, esses países são espaços possíveis de valorização, com diferentes considerações, na escala de opções a nível global. Se o país possui recursos naturais, amplo mercado - ou vias de acesso a um mercado amplo -, ou condições macroeconômicas estáveis a longo prazo e remunerativas - será interessante para os inversionistas. Necessitar-se-á uma negociação, entre as duas partes, para conseguir modalidades que satisfaçam a ambas.

Sem negociação, o país não pode estar certo de que chegou ao melhor acordo, inclusive no caso em que a tecnologia seja eficiente para o PED em questão. Negociar-se-á um pacote de condições. Ambos setores "lutarão" para obter, para si, o melhor resultado. Este dependerá de vários elementos. A firma estrangeira, por exemplo, tem um vasto conhecimento do mercado global e dos mercados específicos. Conhecimento maior do que o do governo sobre os planos da ET. Quanto mais o país conheça o campo de ação da transnacional e as condições propostas pelos eventuais concorrentes, melhor poderá negociar

(Kapoor, A., 1975); assim, não concederá mais incentivos do que os necessários.

Fagre e Wells (1982); Lecraw (1984); Poynter (1982); Philip (1976); Kapoor (1975) e Soever (1979), entre outros, estudaram o que leva uma negociação a ser bem-sucedida. Fagre e Wells utilizaram, como variável aproximativa, o grau de propriedade estrangeira das subsidiárias (incluindo o nível desejado pela ET e pelo país hospede), numa análise da influência da firma e das características da indústria nas negociações da América Latina com ET dos Estados Unidos. Um alto grau de propriedade, nesse estudo, manifesta uma negociação com bom êxito para a ET. Comprovou-se que:

1. o nível de tecnologia da ET é importante para as que gastam mais de 5% de suas vendas em pesquisa e desenvolvimento, P&D. Para níveis inferiores de despesa, não se mantem o postulado de que existe uma relação positiva entre o poder de negociação e a intensidade da tecnologia;
2. a diferenciação do produto, ou a habilidade do "marketing" (medida como relação entre a despesa em propaganda e as vendas) fortalecem o poder negociador da ET;
3. o resultado menos prognosticável pela teoria é o de um aparente vínculo positivo entre o poder negociador e o número de produtos produzidos pela filial. Estão sendo pesquisadas as razões que expliquem esse vínculo, sem resultados;
4. a ET ganha poder quando oferece melhorar o acesso ao mercado

externo;

5. confirma-se a intuição sobre existência de relação entre a estrutura da concorrência e o poder de negociação: quanto maior seja o número de firmas, menor será o poder de cada uma. Um grande número de corporações por indústria está relacionado com um baixo poder negociador dessa indústria frente a outras indústrias.

Talvez, ao contrário do consenso, estes estudos afirmam que os recursos financeiros das ETs não explicam seu poder de negociação e que um grande capital não melhora a posição negociadora da firma. O poder negociador dos países aumenta com o fascínio do país e com o número das potenciais ETs inversionistas. Os países do sudeste asiático, e suas periferias imediatas, melhoraram seu poder ao longo do tempo (Lecraw, 1984).

As análises, no começo, concentraram-se no momento da entrada de uma firma estrangeira a um país, embora a seguir houvesse interesse crescente sobre o **processo de renegociação permanente**, baseado na existência de um balanço mutável de poder, à medida que o processo amadurecia (Kapoor, 1975; Stoevers, 1979). As ETs podem perder poder negociador à medida que aumentem as habilidades locais nas atividades do processo. Esta "obsolescing bargain" foi mais observada nas indústrias baseadas em recursos naturais, mas também pode ter importância na manufatura.

A indagação, sobre os determinantes do investimento estrangeiro, é um pré-requisito da definição nacional de políticas para atraí-lo; o estudo das hipóteses de ordem mais geral efetuou-se no capítulo precedente. A nível mais empírico, avaliou-se até que ponto a concessão de incentivos especiais pode elevar a afluência do investimento direto a um país, ou, em que medida os desestímulos explícitos dissuadem aos inversionistas estrangeiros de suas decisões globais quanto à localização de seus projetos. Os incentivos incluem benefícios fiscais, tais como créditos impositivos e isenções tributárias, empréstimos garantidos e subsidiados, provisão de infraestrutura para elevar a rentabilidade de um projeto, contratos de compras oficiais e fundação de zonas francas comerciais. Os desestímulos envolvem obstáculos administrativos à aprovação de investimentos, restrições setoriais ou regionais, limites à participação na propriedade e condicionamento a resultados em termos de emprego, transferência de tecnologia ou exportações.

Os estudos mostram que, geralmente, os incentivos parecem ter um impacto limitado sobre o nível da IED (Agarwal, 1980; Martínez A. e Martínez E., 1988; OECD, 1989). As decisões das ETs baseiam-se em considerações sobre rendimentos e riscos, nos quais os incentivos não atuam mais do que marginalmente. O resultado empírico pode estar distorcido pelo fato de que é muito comum, quando se concedem os mencionados incentivos, atá-los ao cumprimento de determinadas

metas da política econômica; o incentivo líquido seria então menor (Lizondo, 1991). Enquanto ao desestímulo explícito, o efeito parece ser maior, principalmente quando o inversionista pode interpretá-lo como um sinal inequívoco de hostilidade que pode piorar no futuro.

Reuber et. al. (1973), concluíram que os incentivos fiscais foram, à margem, mais atraentes para empresas com projetos exportadores do que para aquelas que aplicaram em atividades para o mercado interno (onde se considera mais importante a proteção). Agoda (1978) e Root e Ahmed (1978), não consideraram significativa essa variável como determinante do investimento estrangeiro. Lim (1983), achou uma relação negativa para 27 PEDs analisados e a explica: porque uma excessiva generosidade dos incentivos fiscais é percebida como sinal de perigo pelas ETs, ou porque revelam pressa de compensar características negativas do seu desempenho econômico. Os PEDs ganhariam mais, então, se celebrassem tratados multilaterais para reduzir os incentivos fiscais, do que insistindo em manter elevado o nível das isenções (Casson e Pearce, 1989).

3.8 Conclusão.

As virtudes ou defeitos atribuídos ao investimento estrangeiro pelos países em desenvolvimento, geralmente não se apoiam em avaliações

objetivas e conclusivas. Evidências fragmentárias são utilizadas para apoiar uma ou outra posição ideológica. Uma débil correlação positiva é suficiente para defender hipóteses que não resistem a prova da consistência estatística.

O certo é que não é possível construir uma teoria geral do investimento estrangeiro: o padrão de expansão das grandes firmas estrangeiras mudou ao longo do tempo, o mesmo acontecendo com as políticas e a estrutura produtiva dos países em desenvolvimento. O chamado desafio americano, na década de sessenta, manifestou-se como o surgimento de grandes empresas japonesas e européias transnacionais. A industrialização da América Latina e o dinâmico crescimento dos países exportadores de manufaturas do sudeste asiático produziram diferenças profundas, também entre países subdesenvolvidos. As políticas econômicas são diferentes e as modalidades do investimento estrangeiro são variadas. As fases da economia mundial e a divisão internacional do trabalho mudaram substancialmente no pós-guerra.

Devido a todas estas mudanças, os países em desenvolvimento que queiram atrair investimento estrangeiro, estão obrigados a analisar as características do comportamento das transnacionais segundo sua origem nacional; explorar suas diferenças e rivalidade; prever tratamentos diversificados, de acordo com o objetivo a ser atingido e

o setor de que se trate; e, em todo caso, não abandonar o poder soberano de decidir, responsabilizando-se, perante a sociedade, pela cessão do usufruto dos recursos naturais, e pelos compromissos futuros decorrentes do desenvolvimento de suas economias.

SEGUNDA PARTE : EVOLUCAO RECENTE
DO ENTORNO ECONOMICO
INTERNACIONAL E FONTES DE
FINANCIACAO EXTERNA DA AMERICA
LATINA.

I. INTRODUÇÃO

Durante a década de oitenta sucederam-se importantes mudanças na economia mundial. Entre a desaceleração do crescimento e as dificuldades do sistema internacional de pagamentos, resultantes da crise da dívida e das repercussões das medidas da política econômica dos países desenvolvidos, cresceu a importância das empresas e bancos internacionais; surgiram novos centros de transnacionalização e consolidaram-se outros; cresceu a presença das entidades financeiras extrabancárias, e aumentou a frequência das atividades diferentes às da pura intermediação nos bancos.

Ao final dessa década, nenhum estudo sobre estas inovações, no novo cenário internacional, augurou algum espaço aos países que sofreram a crise da dívida. Assegurava-se que o futuro destas nações estava semeado de dificuldades pois, apesar dos duros programas de ajuste, seu acesso a fontes externas de financiamento, entre grandes inovações e o novo dinamismo do mercado de bônus e outras modalidades extrabancárias, estava totalmente vedado. A crise da dívida externa havia abalado a confiança dos inversionistas internacionais nos países exageradamente endividados. Desde 1985, as agências multilaterais tinham reconhecido que se necessitava algo mais que sacrifícios para assegurar a capacidade de pagamento e, ao mesmo tempo, condições para retomar ritmos estáveis de crescimento econômico. O crédito bancário estava reduzido às operações de refinanciamento, com poucos, e excepcionais, casos de novo crédito

voluntário.

Na última etapa da renegociação da dívida, abriu-se passo à solução que abrangeu operações de conversão da dívida em participações sobre a propriedade das empresas nos países comprometidos, além de arranjos financeiros que alimentaram os fluxos de aplicação direta externa à região e o surgimento de oportunidades de investimento forâneo de carteira. Os programas de estabilização também começaram a mostrar seus frutos nos indicadores fiscais, do setor externo e no nível de preços de vários países latino-americanos. Ao mesmo tempo, a redução das taxas de juros nos Estados Unidos, e a recessão no mundo industrializado, contribuiu, desde 1989, à guinada na direção dos fluxos internacionais de capital que favoreceu a afluência de capitais a vários países da América Latina e da Ásia, entre outros. O cenário mudou e agora os estudos centralizavam-se na análise dos fatores, de ordem interna e externa, que explicavam esta mudança, e nas possibilidades de permanência, ao longo do tempo, deste contínuo afluir de capitais. No caso da Colômbia, não esteve ausente o elemento dos determinantes relativos à perseguição ao narcotráfico nos Estados Unidos e a simultânea ocorrência de modificações legais que favoreceram o retorno de recursos extralegais ao país.

Somente em quatro anos, o tom e o conteúdo dos estudos mudou radicalmente. O decênio passado foi reavaliado como um período de

ajuste necessário que preparou as economias para reingressarem ao mercado voluntário de crédito externo. Não obstante, o acesso a fontes de financiamento não é generalizado, nem sempre facilita a estabilização da economia receptora e não pode qualificar-se, em todos os casos, como de longo prazo. Diante de tudo isso é possível indagar: Quais são as condições necessárias para generalizar o acesso? Quais são as possibilidades de que estas fontes de financiamento sejam mantidas a longo prazo?

As opiniões dos estudiosos têm estado divididas entre as que dão maior peso às forças de ordem externa e as que o dão aos objetivos atingidos da política de estabilização e à reconstrução da confiança internacional nas possibilidades de investimento nos países menos industrializados. Nos primeiros meses de 1994, mudou novamente o entorno financeiro internacional e chama-se a atenção dos países, outra vez, sobre a instabilidade de algumas fontes de financiamento internacional. Nos Estados Unidos, desde fevereiro de 1994, as taxas de juros subiram novamente. O mercado de valores, nessa nação, reanimou-se, o que significa uma ameaça a todas as alternativas de investimento mundial; as bolsas latino-americanas têm tido sobressaltos que revelam a sensibilidade dos inversionistas a qualquer indício de instabilidade política ou econômica, nos denominados mercados emergentes de capital. O efeito dominó, de qualquer acontecimento gerado em um país, difunde-se rapidamente. A possibilidade de que o Tratado Norte-Americano de Livre Comércio, em

1992, não fosse firmado, afetou as bolsas de valores mexicana e argentina, sem razão aparente alguma; a crise financeira venezuelana de 1994 tem tido um efeito de identificação geográfica que afeta imediatamente a percepção do risco colombiano, sem possibilidade de apelação.

A prova de fogo das teses que lhe atribuem maior peso aos fatores endógenos ou aos exógenos, para explicar a reanimação recente das fontes externas de financiamento, está a ponto de suceder; o que acontecerá, se continua esta tendência ao aumento das taxas de juros e à reativação econômica dos Estados Unidos? Esta é uma prova, também, para a qualidade da política econômica no processo geral de abertura e desregulamentação, em países como os latino-americanos.

O efeito depende de qual é a natureza e origem desses capitais. Se trata-se de recursos de investimento externo direto, comprometidos nos processos de produção e crescimento, os efeitos adversos, que possam ter causado, pela ação sobre a taxa de câmbios, na capacidade competitiva do país, serão anulados mediante aumentos na produtividade; o resultado líquido, de haver-lhes permitido a entrada, será positivo. Porém, tratando-se de capitais especulativos, as novas condições propiciarão sua fuga; as perturbações que este fato poderá causar, dependerão da magnitude que tenham atingido, com relação a outras fontes de financiamento e do porte do desequilíbrio

no balanço corrente externo de cada país.

Há sinais de recuperação da atividade nos Estados Unidos, mas, são ainda muito débeis, não sucedendo o mesmo nos outros países industrializados. As fontes de financiamento internacional diversificaram-se notavelmente. As emissões de bônus e os títulos comerciais passaram a ter, todavia em termos absolutos, maior importância do que o crédito líquido internacional; os novos inversionistas internacionais continuam buscando oportunidades de investimento. A possibilidade de uma nova crise de financiamento pode estar mais ou menos remota para as nações menos industrializadas. A diferença vai estar, em último caso, na solidez dos processos de reconversão industrial, na qualidade dos programas de estabilização macroeconômica e no lugar que ocupem, esses países, no concerto internacional.

O objeto de estudo, nesta segunda parte, é analisar a evolução recente do entorno econômico internacional e das fontes de financiamento externo, com a finalidade de estabelecer quais são as perspectivas para a América Latina.

II. O entorno econômico mundial recente.

2.1 Antecedentes.

Na década de oitenta, o marco externo caracterizou-se pela desaceleração do crescimento econômico que começou em 1973, pela desigualdade no desempenho dos países subdesenvolvidos, pela progressiva instabilidade e mudança significativa na origem e direção dos fluxos financeiros internacionais.

Ao nível da política econômica, destacaram-se dois fatos opostos: o protecionismo e as fricções comerciais entre países desenvolvidos, de uma parte, e a liberação dos mercados financeiros, de outra.

No campo da produção, acentuou-se o movimento, já observado na década de setenta, de aplicação das tecnologias informáticas, baseadas na microeletrônica, ao processo de produção de bens e serviços.

A desaceleração do crescimento afetou todos os grupos de países na década seguinte; um novo fato foi a perda de dinamismo das economias em desenvolvimento, cujos índices de crescimento, historicamente, tinham superado às dos países desenvolvidos e que, durante a década de setenta, conseguiram manter-se à margem da depressão mundial. O

produto per cápita dos países em desenvolvimento - PEDs -, caiu um por cento, anualmente, durante a década de oitenta. Porém, esta deterioração não afetou, igualmente, a todos os países em desenvolvimento: China teve um aumento significativo e na Ásia (excluindo o Oriente Médio), a caída dos índices de crescimento não foi relevante. Em todos os demais PEDs, o produto cresceu, inclusive, menos do que a população.

Esta desaceleração é explicada por fatores de diferentes ordens. Os PEDs foram afetados pelo pobre crescimento dos países desenvolvidos - PDs -, a instabilidade das cotações de produtos primários - com a baixa sustentada de algumas delas - e as elevadas taxas de juros que drenaram grandes quantidades de recursos, devido ao aumento do serviço da dívida externa. A inadequação, de algumas políticas domésticas, teve certa importância, embora menor, na explicação do baixo crescimento.

A instabilidade das taxas de juros, que seguiu ao rompimento dos acordos de Bretton Woods em 1971, aumentou durante a década de oitenta. Além disso, o dólar que valorizou cinqüenta por cento durante a primeira metade da década, em 1987 já havia perdido totalmente esta valorização. O fato destacável é que, apesar dessas flutuações externas, os mercados financeiros dos países desenvolvidos, se integraram. Esta forma de interação internacional ultrapassou, em

importância, a integração via comércio ou investimento estrangeiro.

A instabilidade internacional adicionou-se o neoprotecionismo dos países industrializados que anulou os acordos de liberação e levantou novas barreiras, extratarifárias, que desaceleraram os intercâmbios. Desde 1970, a desaceleração do comércio mundial foi muito mais marcante do que a do produto global, devido talvez, à instabilidade macroeconômica internacional e ao protecionismo.

Outra característica deste ambiente internacional, foi que os excedentes financeiros internacionais se realocalizaram. Estados Unidos perdeu sua posição de preeminência, Japão e a República Federal Alemã ocuparam seu lugar. De outro lado, por primeira vez desde a Segunda Guerra, Estados Unidos converteu-se em primeiro devedor internacional, em maior receptor mundial de crédito. Os grandes excedentes, localizados no Japão e na República Federal Alemã - RFA -, contribuíram para solidificar a expansão das empresas transnacionais desses países, no mundo, e à consolidação dos bancos e outras instituições financeiras japonesas nos mercados internacionais de capital.

No campo tecnológico, os descobrimentos da década de setenta começaram a ser aplicados e difundidos rapidamente durante o decênio

seguinte. A introdução da informática na produção, os avanços da biotecnologia e os novos materiais, permitiam esperar um novo período de reativação mundial. Entretanto, as inovações foram direcionadas mais à racionalização da produção e à melhoras na eficiência do que na ampliação do investimento, devido ao contexto de baixo crescimento da demanda em que surgiram e foram aplicadas.

O baixo índice de crescimento do decênio passado estimulou a concorrência e a busca de técnicas que reduzissem os custos e aumentassem a eficiência. Dado o volume de recursos necessários para realizar pesquisas básicas e para aplicar seus descobrimentos, foram as empresas transnacionais os principais agentes dos desenvolvimentos.

A evolução do contexto internacional durante esses anos, acentuou a concorrência entre países desenvolvidos, exigindo maior volume de recursos para defender ou ganhar posições no mercado; aumentou a intermediação financeira internacional e a importância das respectivas instituições, dando lugar à criação de novos instrumentos financeiros e à maior participação das transnacionais em operações de especulação cambiária.

2.2 A economia mundial a princípios da década de noventa.

2.2.1 Os países industrializados.

Após vários anos de rápida expansão, o começo da década de noventa marcou um ponto de inflexão importante no processo de crescimento da economia mundial. Em 1991, o crescimento da atividade econômica mundial apenas atingiu 0.6 por cento, o nível mais baixo desde 1982. Tudo, dentro de um marco de grande incerteza sobre o desenvolvimento e repercussões, no âmbito econômico, de uma série de conflitos de ordem política e social: a crise do Oriente Médio, o difícil começo do processo de reestruturação da Europa Oriental e a reunificação da Alemanha.

A redução do índice do produto afetou tanto as economias industrializadas, quanto as economias em desenvolvimento, embora com diferenças importantes entre países. Entre as primeiras, foi significativo o lento crescimento dos Estados Unidos, Canadá e do Reino Unido da Inglaterra após um processo de expansão com excessivas pressões da demanda e o conseqüente surgimento de irrupções inflacionárias que obrigaram às autoridades econômicas a adotar políticas macroeconômicas restritivas. Contrastando, Japão e a República Federal Alemã apresentaram um vigoroso crescimento (Tabela 1).

Tabela 1
 PRODUCTO MUNDIAL
 Taxa de crescimento anual

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
MUNDO	3.7	3.6	3.9	4.6	3.4	2.2	0.6	1.7	2.2	3.2
PAISES INDUSTRIALIZADOS	3.3	2.9	3.2	4.3	3.2	2.3	0.5	1.7	1.1	2.2
Estados Unidos	3.2	2.9	3.1	3.9	2.5	1.2	-0.7	2.6	2.7	2.6
C. Europeia	2.5	2.9	2.9	4.2	3.5	3.0	0.8	1.1	-0.2	1.6
Japão	5.0	2.6	4.1	6.2	4.7	4.8	4.0	1.3	-0.1	2.0
Outros	4.0	2.7	3.4	3.9	3.2	1.1	-1.1	0.6	1.2	2.7
PAISES EM DESENVOLVIMENTO	5.2	4.9	5.7	5.3	4.1	3.7	4.5	5.8	6.1	5.5
Africa	3.7	1.9	1.3	3.9	3.6	1.9	1.6	0.4	1.6	2.6
Asia	7.3	7.0	8.1	9.0	5.5	5.7	6.1	7.8	8.7	7.1
M.Leste e Europa	2.9	2.4	5.9	0.7	3.6	4.2	2.4	7.8	3.4	4.6
Hemisferio Ocidental	3.5	4.0	3.2	1.1	1.6	0.3	3.3	2.5	3.4	3.5
PAISES EM TRANSIÇÃO	2.1	3.6	2.6	4.3	2.3	-3.5	-12.0	-15.4	-10.2	-1.1
Europa Central	3.1	3.7	1.9	1.5	0.2	-7.1	-12.6	-9.1	-1.8	1.9
Ex-U. Soviética	1.7	3.6	2.8	5.3	3.0	-2.3	-11.8	-17.8	-13.7	-2.4

-FONTE : International Monetary Fund. World Economic Outlook. Outubro de 1993

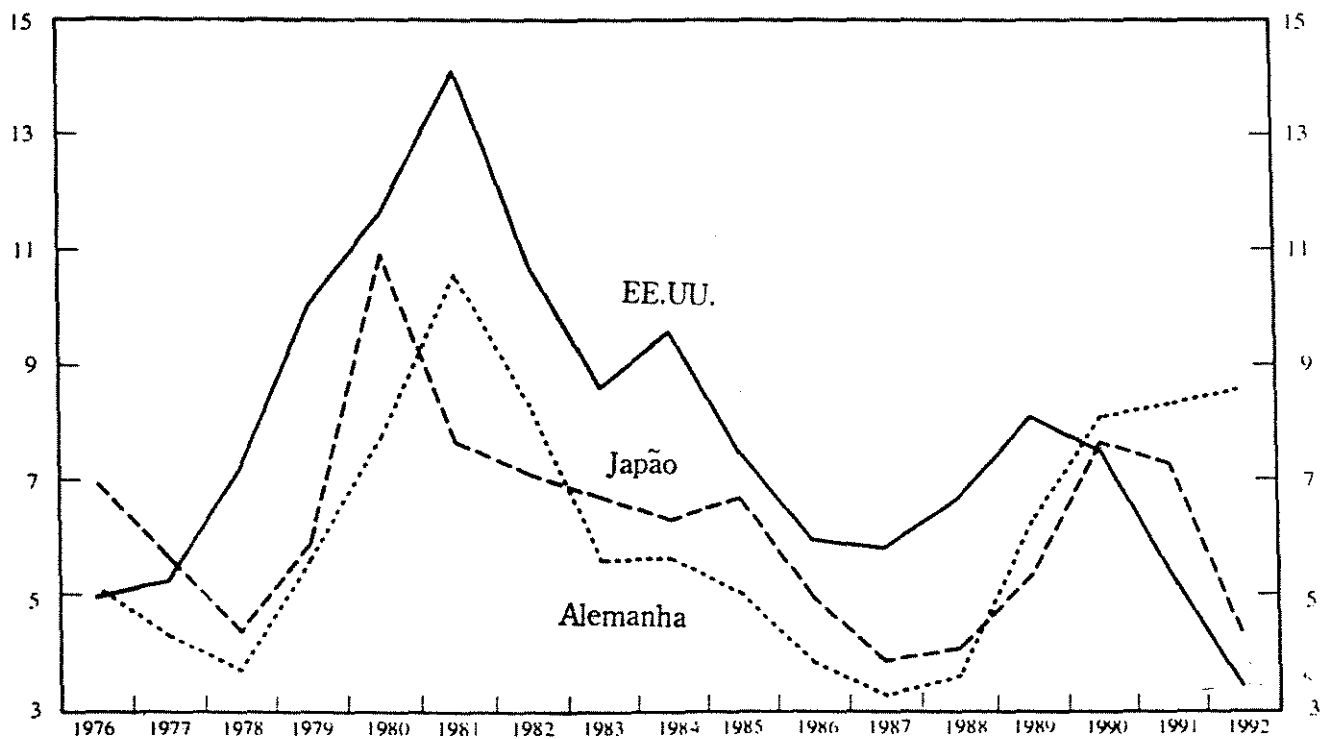
A evolução desigual do ciclo econômico entre os principais países industrializados refletiu-se, por sua vez, em diversas tendências das taxas de juros; não obstante, após a substancial redução dos preços do petróleo, ao finalizar o conflito do Golfo, as perspectivas favoráveis sobre a evolução da inflação, permitiram a aplicação de políticas monetárias mais flexíveis. Particularmente, registraram-se importantes reduções nas taxas de juros a curto prazo naqueles países nos quais o ciclo econômico começava sua fase recessiva, como os Estados Unidos. Na Alemanha, pelo contrário, a tendência ao aumento das taxas de juros a curto prazo, esteve muito ligada às perspectivas de inflação (Gráficos 1 e 2).

A princípios de 1990, a política fiscal dos principais países industrializados foi, em geral, neutra ou moderadamente restritiva, com exceção da Alemanha, onde os custos da reunificação refletiram-se no aumento substancial do déficit governamental. Entretanto, a falta de dinamismo da economia levou progressivamente os governos a darem maior flexibilidade à sua gestão fiscal, de tal forma que, a finais de 1991, o déficit fiscal para o conjunto dos países industrializados atingiu 2.5 por cento, quase 1.5 pontos acima da média de 1989 (Tabela 2). Exceto na Alemanha, o estímulo fiscal teve escassos resultados sobre o crescimento econômico (BID, 1992).

A finais de 1992, o ritmo da atividade econômica não só não mostrava

Grafico 1

Taxas de juros anuais de curto prazo¹
(Promédios do período)

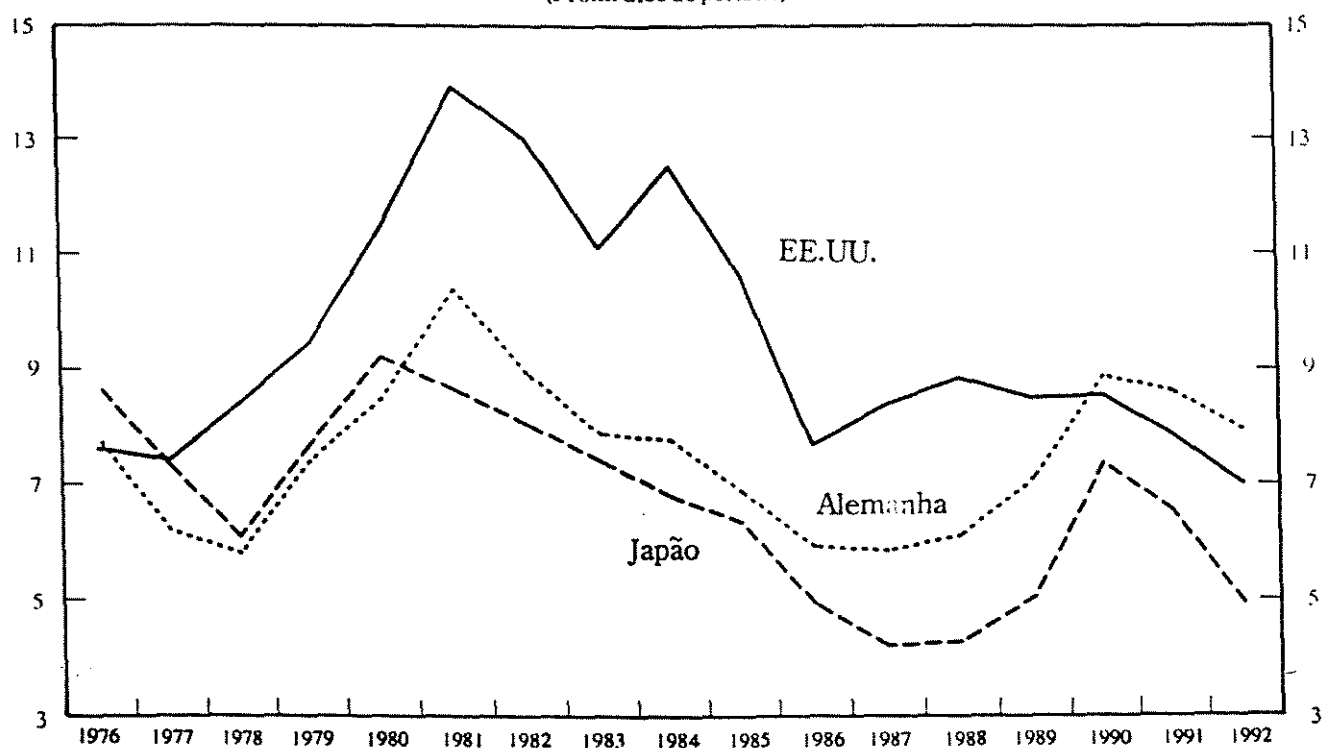


1. Taxas de juros das letras do Tesouro dos Estados Unidos e em Alemanha a três meses: Taxa das letras privadas em Japão

Fonte: FMI Estadísticas Financieras Internacionales

Grafico 2

Taxas de juros anuais de longo prazo²
(Promédios do período)



² Rentabilidade dos títulos do Estado no longo prazo

Fonte: FMI Estadísticas Financieras Internacionales.

Tabela 2 Indicadores Fiscais e de taxas de juros em países industrializados
1985 - 1994

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
SALDO FISCAL DO GOVERNO										
CENTRAL										
Países Industrializados	-4.7	-4.3	-3.3	-2.7	-2.4	-2.8	-3.3	-4.2	-4.7	-3.9
Estados Unidos	-4.5	-4.7	-3.3	-2.8	-2.3	-2.9	-3.6	-4.6	-4.3	-3.3
C.E.	-5.8	-4.8	-4.2	-3.8	-3.4	-4.0	-4.3	-5.1	-6.0	-5.5
Japão	-3.7	-3.2	-2.2	-1.3	-1.2	-0.5	-0.3	-1.3	-2.1	-1.9
SALDO FISCAL DO GOVERNO										
GERAL										
Países Industrializados	-3.5	-3.5	-2.6	-1.9	-1.3	-2.2	-3.0	-4.0	-4.7	-3.9
Estados Unidos	-3.1	-3.4	-2.5	-2.0	-1.5	-2.5	-3.4	-4.4	-4.1	-3.0
C.E.	-5.2	-4.8	-4.3	-3.7	-3.0	-4.2	-4.7	-5.4	-7.0	-6.3
Japão	-0.8	-0.9	0.5	1.5	2.5	2.9	3.0	1.5	--	-0.3
TAXAS DE JUROS DE CURTO										
PLAZO										
Estados Unidos	8.0	6.5	6.9	7.7	9.1	8.2	5.8	3.7	3.1	
Japão	6.6	5.0	4.1	4.4	5.3	7.6	7.2	4.3	2.9	
Alemanha	5.4	4.6	4.0	4.2	7.1	6.4	9.2	9.5	6.6	
Frância	9.9	7.7	8.2	7.9	9.3	10.3	9.7	10.4	7.2	
Itália	13.9	11.9	11.1	11.2	12.7	12.3	12.7	14.5	9.2	
Reino Unido	12.2	10.9	9.7	10.3	13.9	14.8	11.5	9.6	5.8	
Canadá	9.6	9.2	8.4	9.6	12.2	13.0	9.0	6.7	4.5	
Países Industrializados	8.5	7.0	6.5	6.9	8.5	9.1	6.0	6.8	5.3	
TAXAS DE JUROS DE LONGO										
PLAZO										
Estados Unidos	10.6	7.7	8.4	8.8	8.5	8.6	7.9	7.0	5.7	
Japão	6.5	5.3	5.0	4.8	5.1	7.0	6.3	5.1	4.1	
Alemanha	7.0	6.1	4.2	6.5	7.0	8.7	8.5	7.9	6.4	
Frância	10.9	8.6	9.4	9.1	8.0	10.0	9.0	8.6	6.5	
Itália	14.6	12.2	11.6	12.0	13.3	13.6	13.1	13.1	10.2	
Reino Unido	11.1	10.1	9.6	9.7	10.2	11.8	10.1	9.1	7.0	
Canadá	11.1	9.5	9.6	10.2	9.9	10.8	9.8	8.8	7.6	
Países Industrializados	10.0	7.9	8.1	8.2	8.3	9.3	8.5	7.8	6.7	

siniais de recuperaçãõ, senão que entrava em franca deterioraçãõ, incluindo países que, como a Alemanha e o Japão, tiveram índices de crescimento satisfatórios no começo da década. A reversão do ciclo econômico, na Alemanha, teve importantes conseqüências para os demais países europeus; durante 1990, e até meados de 1991, o vigoroso crescimento alemão repercutiu favoravelmente sobre as demais economias européias mediante o aumento das importações. Porém, nos finais de 1992, a "locomotiva alemã" começou a dar marcantes sinais de esgotamento, agravados por consideráveis pressões inflacionárias.

Em grande parte devido à redução dos preços do petróleo e dos demais produtos básicos, a média da inflaçãõ, na maioria dos países industrializados, reduziu-se até aproximadamente 4.1 por cento, dando maior espaço às autoridades econômicas para reduzir as taxas de juros. Nos Estados Unidos, as taxas nominais de juros a curto prazo reduziram-se a aproximadamente 2,5 pontos percentuais, durante 1991, seu nível mais baixo em quase vinte anos (Gráfico 1).

Os mercados monetários também acusaram importantes mudanças no começo da década. O dólar, particularmente, viu-se submetido a fortes oscilações, respondendo às expectativas sobre o ciclo econômico que começava. Assim, quando, a princípios de 1991, prognosticava-se que a atividade econômica se recuperaria rapidamente nos Estados Unidos, o

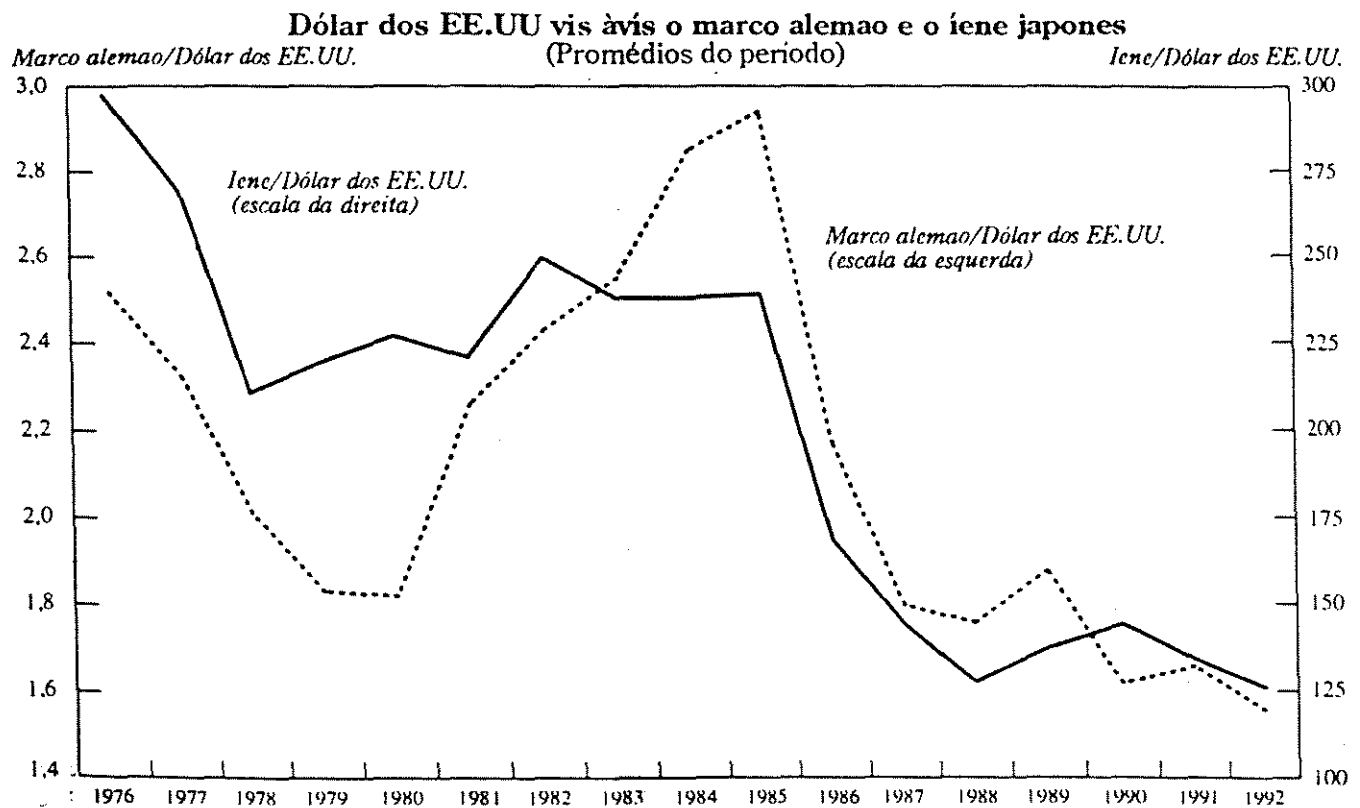
dólar registrou forte elevação (a mais alta desde que iniciou-se o período de flutuação generalizada em 1973), comparado com as moedas dos demais países desenvolvidos; a meados do ano, a reversão das expectativas sobre a recuperação, além da variação das taxas de juros - geralmente desfavoráveis aos ativos denominados em dólares -, provocaram uma caída da moeda norte-americana nos mercados monetários internacionais (Gráfico 3).

Mil novecentos e noventa e três seria o ano da reativação econômica. A fase descendente do ciclo econômico, que havia começado em 1990, prolongou-se muito mais do tempo esperado e alguns indícios de recuperação (alguns poucos pontos de crescimento adicional na produção dos Estados Unidos e tímidas reduções nas taxas de juros da Europa), eram vistos como o começo do fim da recessão. Porém, à medida que o ano passava, os organismos internacionais deviam verificar a baixa de suas projeções de crescimento. De fato, segundo anota o Fundo Monetário Internacional, os indícios de um crescimento vigoroso, em 1994, repousam sobre bases pouco sólidas²⁶.

O balanço econômico, do final do ano, foi pouco alentador no continente europeu: não houve uma reação da atividade econômica às reduções das taxas de juros e aumentaram os índices de desemprego;

International Monetary Fund. World Economic Outlook. October 1993.

Grafico 3



Fonte: FMI Estadísticas Financieras Internacionales

nos Estados Unidos, os sinais de reativação não só foram confusos senão que estiveram acompanhados por sérios temores de irrupções inflacionárias; e no Japão, a debilidade da demanda interna seguiu sendo um problema estrutural grave e causa de ameaças de rompimentos comerciais de seus principais sócios.

Na Europa, a sacudida do Mecanismo de Paridades Cambiárias (MPC), durante o segundo semestre do ano, foi um elemento de grande transcendência para os mercados financeiros e monetários internacionais. No mês de agosto, as crescentes tensões, decorrentes da rigidez da política monetária alemã e da preocupante recessão econômica, desencadearam uma série de crises no interior do MPC que culminou com a decisão de ampliar substancialmente (de 2.25 por cento a 15 por cento), a margem de flutuação das moedas com respeito ao marco, moeda âncora do sistema. Desta forma, esperava-se conceder maior margem de manobra aos demais países membros para determinar a orientação da política monetária, de acordo com suas próprias condições macroeconômicas.

Embora a ampliação da faixa tenha sido percebida, pelos participantes do MPC, como uma solução temporária, o certo é que o fato de restringir novamente as margens de flutuação com respeito ao marco, necessitará uma sólida convergência dos lineamentos das políticas econômicas dos países membros. A diminuição das tensões no interior

do sistema, após a crise de agosto, permitiu grande redução nas diferenças entre as taxas de juros alemãs e as dos demais países membros, levando, inclusive, à valorização de algumas moedas européias com respeito ao marco. Esta situação permitiu, então, uma importante redução das taxas de juros em países como França, Bélgica e Irlanda, alimentando favoráveis - embora todavia ténues - expectativas de reativação.

Os acontecimentos do mercado monetário internacional, além dos resultados em matéria de crescimento econômico a finais de 1993, permitem prognosticar uma mudança substancial no rumo dos fluxos de capitais internacionais. No que vai transcorrido de 1994, o Bundesbank reduziu, em três ocasiões, suas principais taxas de juros, enquanto que a Reserva Federal dos Estados Unidos aumentou, em duas oportunidades, sua taxa a curto prazo, com o conseqüente aumento nas taxas a longo prazo.

2.2.2 Países em desenvolvimento.

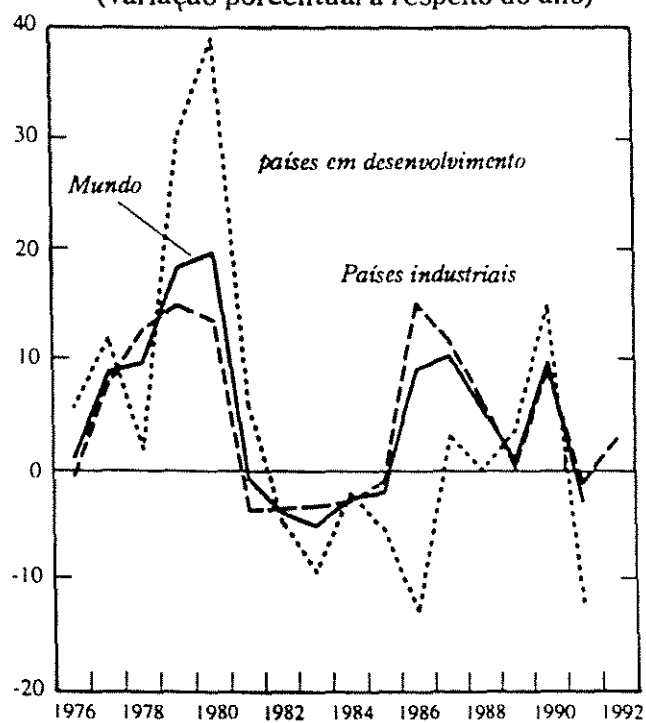
O lento índice de crescimento do começo da década de noventa nos países em desenvolvimento, é explicado, parcialmente, pelas difíceis condições externas, incluindo a forte contração da atividade econômica dos países industrializados, a rápida diminuição do

intercâmbio mundial e a redução dos preços dos produtos básicos diferentes ao petróleo. Em 1990, a redução do preço em dólares dos produtos básicos, excetuando o petróleo, foi da ordem de 8 por cento, acelerando a deterioração da relação de intercâmbio para estes países (Gráfico 4).

Como no caso dos países industrializados, os resultados em matéria de crescimento, foram bastante dissímiles entre as diferentes regiões do mundo em desenvolvimento. No caso dos países da Europa Oriental, o processo de transformação de economias centralmente planificadas a economias de mercado, teve, como era de esperar-se, um considerável impacto sobre o ritmo de crescimento do produto. Na África e na América Latina, a deterioração dos termos de intercâmbio, além da falta de dinamismo dos mercados de exportação, foram fatores especialmente adversos. Porém, as perspectivas para a maioria dos países em desenvolvimento eram bastante boas, quando os processos de ajuste estrutural empreendidos, na maioria deles, frutificassem e se consolidasse a esperada recuperação dos países desenvolvidos (Tabela 1).

Contrastando com a década precedente, o começo da década de noventa marca uma mudança radical no comportamento das transferências de capital entre os países desenvolvidos e o resto do mundo. Entre 1990 e 1991, o ingresso de capitais em países da América Latina superou a

Grafico 4
Valores unitários de exportação
(Variação porcentual a respeito do ano)



Fonte: FMI Estadísticas Financieras Internacionales

Tabela 1
 PRODUCTO MUNDIAL
 Taxa de crescimento anual

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
MUNDO	3.7	3.6	3.9	4.6	3.4	2.2	0.6	1.7	2.2	3.2
PAISES INDUSTRIALIZADOS	3.3	2.9	3.2	4.3	3.2	2.3	0.5	1.7	1.1	2.2
Estados Unidos	3.2	2.9	3.1	3.9	2.5	1.2	-0.7	2.6	2.7	2.6
C. Europeia	2.5	2.9	2.9	4.2	3.5	3.0	0.8	1.1	-0.2	1.6
Japão	5.0	2.6	4.1	6.2	4.7	4.8	4.0	1.3	-0.1	2.0
Outros	4.0	2.7	3.4	3.9	3.2	1.1	-1.1	0.6	1.2	2.7
PAISES EM DESENVOLVIMENTO	5.2	4.9	5.7	5.3	4.1	3.7	4.5	5.8	6.1	5.5
África	3.7	1.9	1.3	3.9	3.6	1.9	1.6	0.4	1.6	2.6
Ásia	7.3	7.0	8.1	9.0	5.5	5.7	6.1	7.8	8.7	7.1
M.Leste e Europa	2.9	2.4	5.9	0.7	3.6	4.2	2.4	7.8	3.4	4.6
Hemisfério Ocidental	3.5	4.0	3.2	1.1	1.6	0.3	3.3	2.5	3.4	3.5
PAISES EM TRANSIÇÃO	2.1	3.6	2.6	4.3	2.3	-3.5	-12.0	-15.4	-10.2	-1.1
Europa Central	3.1	3.7	1.9	1.5	0.2	-7.1	-12.6	-9.1	-1.8	1.9
Ex-U. Soviética	1.7	3.6	2.8	5.3	3.0	-2.3	-11.8	-17.8	-13.7	-2.4

-FONTE : International Monetary Fund. World Economic Outlook. Outubro de 1993

cifra de 60 mil milhões de dólares. Este importante fluxo de recursos à região, provocou uma modificação importante na composição das contas externas dos países receptores e suscitou grandes controvérsias sobre sua natureza, permanência e conseqüências sobre as contas macroeconômicas.

O comportamento da economia dos países desenvolvidos explica grande parte desta reavaliação dos fluxos financeiros aos países em desenvolvimento. A persistência, e, em alguns casos, o aprofundamento dos sinais de estancamento nos principais centros econômicos mundiais encontram-se na origem desta migração de capitais. A adoção de ambiciosos programas de reforma estrutural, em numerosos países em desenvolvimento, permitindo a eliminação gradual das restrições ao investimento estrangeiro nos mercados de capitais e um clima crescente de confiança no equilíbrio macroeconômico, também estimularam o investimento estrangeiro privado. Esta situação, por sua vez, provocou um **boom** espetacular nos mercados de valores da região.

Um elemento adicional, que contribuiu a restaurar a confiança no "credibility" dos países da América Latina, foi o progresso substancial que conseguiram alguns países para reduzir o peso da dívida externa. Esta situação foi o resultado do processo de redução e de reestruturação da dívida, dentro do marco da estratégia

internacional de renegociações, além do apressuramento nos termos estabelecidos pelo Clube de Paris.

As reformas estruturais efetuadas por estes países, permitiram por sua vez, o surgimento de novas oportunidades de investimento mediante processos de privatização (ou de reprivatização) de empresas públicas e reformas dos mercados financeiros domésticos.

O crescente volume de capitais provocou, além disso, importantes mudanças na estrutura da balança de pagamentos da maioria dos países receptores, principalmente na América Latina. Foi assim que durante 1991, o fluxo de capitais à América Latina atingiu 40.000 milhões de dólares, enquanto que a média durante a década de oitenta, havia sido da ordem de 8.000 milhões de dólares anuais. Em 1992, a afluência líquida de recursos externos atingiu 62.000 milhões de dólares, estimando-se que em 1993, dito montante atingiu 55.000 milhões (CEPAL, 1994).

Entre 1990 e 1991, o saldo positivo da balança comercial reduziu-se consideravelmente e, em 1992 e 1993, o resultado das operações comerciais externas passou a ser negativo, por primeira vez desde 1983, como consequência, na maioria dos casos, do aumento no volume das importações com respeito às exportações, e da deterioração em

Tabela 3
Países em desenvolvimento
comércio de bens
(Preços FOB. Mil milhões US\$)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
PAISES EM DESENVOLVIMENTO										
Exportacoes	482.3	442.8	548.9	634.0	713.9	808.5	853.5	938.8	1016.0	1135.2
Importacoes	440.1	437.6	507.7	609.6	675.8	758.2	843.7	947.9	1035.1	1156.0
Balanca comercial	42.2	5.2	41.2	24.4	38.1	50.2	9.8	-9.1	-19.1	-20.8
AFRICA										
Exportacoes	66.5	57.8	64.0	66.2	72.4	84.2	82.0	80.7	77.1	78.9
Importacoes	54.7	54.4	58.1	65.1	68.7	75.1	74.0	78.6	76.8	76.3
Balanca comercial	11.8	3.4	6.0	1.1	3.6	9.1	8.0	2.1	0.3	2.6
ASIA										
Exportacoes	196.9	217.1	284.7	350.8	390.7	432.9	493.4	562.0	630.8	718.4
Importacoes	208.7	215.3	266.3	343.9	391.6	440.7	502.1	570.1	649.0	745.0
Balanca comercial	-11.8	1.7	18.5	6.9	-0.9	-7.7	-8.7	-8.0	-18.2	-26.6
M. LESTE E EUROPA										
Exportacoes	122.3	86.7	108.4	111.4	134.5	163.6	151.8	162.4	170.1	186.9
Importacoes	112.2	102.1	109.6	116.4	125.3	141.3	150.1	157.3	161.5	175.5
Balanca comercial	10.2	-15.5	-1.2	-5.1	9.2	22.4	1.7	5.1	8.6	11.3
H. OCCIDENTAL										
Exportacoes	96.6	81.3	91.7	105.6	116.3	127.7	126.3	133.7	138.0	151.1
Importacoes	64.5	65.8	73.7	84.2	90.2	101.2	117.4	141.9	147.9	159.1
Balanca comercial	32.0	15.6	18.0	21.4	26.2	26.5	8.9	-8.3	-9.9	-8.1

termos de intercâmbio²⁷.

Os países em desenvolvimento tiveram melhor desempenho em 1993. Na Ásia e na América Latina - embora com diferenças importantes entre países -, o crescimento superou a cifra de 5 por cento. O aumento das importações destes países compensou, em forma crucial, o estancamento dos países industrializados.

Não obstante sua contribuição definitiva à atividade econômica internacional, a permanente redução do ingresso per cápita, na maioria dos países em desenvolvimento do hemisfério ocidental, ensombrece os sucessos econômicos obtidos. De outra parte, a reorientação dos fluxos de capitais internacionais adverte sobre a necessidade inadiável de aumentar os níveis da poupança doméstica, sob pena de comprometer a longo prazo o, até agora, vigoroso crescimento.

Em síntese, o cenário internacional desta década caracteriza-se pela diminuição do dinamismo das economias maduras, e pela recessão nos países em transição - de economias centralmente planificadas a

Entre 1980 e 1992, a região expandiu o volume de suas exportações em 87% enquanto que o valor atingiu 43%, como consequência de uma caída acumulada de 23% nos preços (CEPAL, 1994).

economias de mercado -; pela notável tendência à globalização financeira e comercial; pela consolidação do potencial de crescimento da região asiática e crescente importância das operações comerciais externas nas economias menos desenvolvidas; e por um aprofundamento na utilização das inovações tecnológicas, na produção de bens e serviços que fortalecem a interrelação das nações.

O aumento no comércio internacional, dos fluxos de capitais, da flexibilidade dos sistemas financeiros, e a reorganização dos intercâmbios globais, estão sendo questionados, permanentemente, pela persistência dos desequilíbrios macroeconômicos - principalmente pelos elevados superávits comerciais do Japão e déficit dos Estados Unidos - e pelos movimentos pró-constituição de blocos comerciais. A mudança tecnológica apoia os aumentos da produtividade e, ao mesmo tempo, cria problemas para a geração de empregos nas economias mais dinâmicas.

Observam-se já, alguns indícios de recuperação das economias industrializadas; a elevação das taxas de juros nos Estados Unidos questiona sobre a permanência dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento. É provável que, naqueles países - principalmente entre os latino-americanos -, onde o capital afluiu por razões especulativas, produzir-se-á um choque externo originado numa fuga em massa e inopinada de capitais. Nos países em desenvolvimento que

conseguiram afiançar suas reformas estruturais, a reanimação do comércio mundial permitirá compensar as saídas de capital especulativo e a retenção dos recursos de investimento externo direto comprometidos em projetos produtivos.

III. A globalização financeira.

Enquanto as empresas transnacionais, das principais nações industrializadas e de algumas de recente industrialização, expandiam seu raio de ação na manufatura dos países do orbe, surgiam bancos transnacionais e grandes companhias financeiras extrabancárias, em todo o mundo.

Os vínculos financeiros entre as nações cresceram e aprofundaram-se graças aos avanços da informática e das telecomunicações, propiciando a criação de um mercado financeiro internacional denso e articulado.

A crise da dívida, na década de oitenta, induziu os bancos mais

expostos nos países insolventes, a fazerem ajustes para melhorar a qualidade dos seus balanços. Os empréstimos bancários de consórcios internacionais perderam importância como fonte de financiamento e os bancos foram substituídos pelos estabelecimentos financeiros extrabancários no fornecimento de recursos de crédito e de capital. Inicialmente, o ressurgimento de oportunidades de financiamento, na segunda metade da década de oitenta, devido às políticas monetárias mais laxas nos grandes países industrializados e à liberação e desregulamentação financeira, marginou os países em desenvolvimento fortemente endividados. Este fato mudaria, a partir de 1989, como observaremos a seguir.

Apesar do deslocamento das operações da banca tradicional, frente ao dinamismo das inovações financeiras e dos concorrentes extrabancários, os bancos transnacionais cresceram na década de oitenta. Principalmente as instituições japonesas, que apresentaram um crescimento notável, refletindo a preeminência da economia nipônica e sua crescente importância como credor internacional, cuja consequência foi transformar Estados Unidos em maior importador de capital.

Este movimento de globalização dos bancos e do mercado de capitais, subtraiu do controle das autoridades nacionais uma fração muito importante das transações financeiras entre residentes e não

residentes, enquanto crescia a intensidade das relações entre os diferentes mercados e sua vulnerabilidade perante mudanças e choques gestados além das fronteiras. Daí a necessidade e o surgimento de incipientes instâncias supranacionais de regulamentação financeira.

3.1 Características da transnacionalização bancária e do mercado de capitais.

Nas duas últimas décadas, os fundos internacionais cresceram a taxas maiores do que as do mercado mundial, devido à crescente importância do mercado internacional de valores como via para conceder empréstimos transfronteiras. Conseqüentemente, cresceu a aquisição de firmas financeiras entre os países credores industrializados.

Três fatos explicam a evolução dos bancos transnacionais - BT -, desde a década de sessenta: Os choques do petróleo, a crise da dívida e a extensão dos mercados de valores. Antes da década de setenta, as operações dos BT caracterizavam-se pelo estabelecimento de sucursais, subsidiárias ou outros escritórios dedicados a executar atividades extrafinanceiras das empresas transnacionais - ET -. Suas operações consistiam em outorgar crédito ao comércio exterior ou financiar, em moeda local, às filiais das ET. Alguns poucos bancos

transnacionais também participavam na intermediação direta nos mercados financeiros locais. A presença estrangeira era crucial para essas atividades; e o número de estabelecimentos estrangeiros, ou o porte dos seus ativos, era uma aproximação da escala da banca transnacional.

Na década de setenta, começou a perder-se esta relação entre presença e atividade dos BT. Os BT reciclaram os fundos dos países exportadores de petróleo aos países deficitários, principalmente aos países em desenvolvimento. Os empréstimos perderam importância frente à magnitude desses fundos. Diminuiu a necessidade de ter escritórios estrangeiros graças aos avanços das telecomunicações e da informática. Entretanto, houve um incentivo a seu estabelecimento em centros bancários *offshore* menos regulamentados, cujas atividades não tinham bases locais.

Com a crise da dívida, empréstimos diretos aos países em desenvolvimento - PEDs -, foram recortados. Surgiram novos padrões de internacionalização dos fluxos financeiros. As correntes de capital cresceram e, simultaneamente, decaía seu vínculo com a presença dos BT. Em primeiro lugar, a participação dos empréstimos aos outros países industrializados cresceu rapidamente; em segundo lugar, os mesmos bancos foram responsáveis pela dramática redução da participação da atividade financeira internacional, à medida que o

crédito fluiu então, através de canais extrabancários, do mercado de capitais.

A internacionalização das atividades bancárias e financeiras foi um processo que tomou tempo e que surgiu tanto da evolução da economia mundial, quanto das mudanças institucionais e normativas que regulavam essas operações. Nos primeiros anos do segundo pós-guerra, não havia, na prática, mercado internacional de capitais. Os mercados nacionais estavam muito segmentados, tinham entidades superespecializadas e a regulamentação, especialmente drástica com respeito aos bancos, aumentava a segmentação. Estas normas, junto com os controles de câmbios, davam aos governos ampla margem de supervisão sobre as atividades financeiras domésticas e estrangeiras.

Foi na década de sessenta que a atividade do mercado de euromonedas deu o primeiro impulso à internacionalização do mercado de capitais. Este surgimento deveu-se ao fato de que os rendimentos financeiros das ET sobre seus ativos líquidos eram maiores no mercado internacional não regulamentado, que os que teriam obtido se os repatriassem a seus países de origem, em contextos fiscais regulamentados. Nos anos recentes, os BT e as entidades financeiras extrabancárias tiveram idênticas motivações para crescer no exterior.

Na década de setenta, a internacionalização recebeu novo impulso proveniente da reciclagem dos petrodólares e da desarticulação dos controles de câmbios, primeiro na Alemanha Ocidental e nos Estados Unidos, e depois no Japão e Reino Unido, no final da década. Os bancos transnacionais passaram a ser entidades dominantes do mercado financeiro internacional; com a crise da dívida essa preeminência reduziu-se. Os fluxos privados aos PED, praticamente desapareceram e, além disso, o fim do controle de câmbios e outras desregulamentações financeiras, estimulou o desenvolvimento do mercado internacional de valores, principalmente entre os países desenvolvidos, PD. A intermediação tradicional já não é a fonte principal de financiamento internacional. Os BT foram, eles mesmos, agentes fundamentais desse crescimento e diversificação do mercado, esta vez como agentes que facilitam o endividamento direto entre prestamistas e prestatários.

Outro fator que explica a mudança da importância relativa do mercado internacional de valores é a reorientação dos fluxos líquidos internacionais, desde a década de setenta. Apesar dos excedentes acumulados pelos países exportadores de petróleo, Alemanha e Japão eram os países com maiores superávits para colocar e, apesar de que os importadores de petróleo incorreram em importantes déficits correntes, Estados Unidos converteu-se em país com o maior déficit de poupança. Tanto os devedores como os credores desses mercados,

com acesso direto aos mercados de valores, têm muitas alternativas para confiar nos bancos internacionais, para colocar e captar fundos.

Três circunstâncias adicionais de caráter técnico ou institucional, explicam as mudanças na escala e natureza do mercado financeiro internacional, estas são: os avanços em telecomunicações, a tendência ao abandono de muitas regulamentações financeiras e a introdução de inovações financeiras e de valores no mercado.

3.2 O papel das instituições financeiras e os bancos transnacionais.

O mercado internacional de valores tem apresentado grande desenvolvimento graças aos avanços tecnológicos. Os empréstimos de consórcio ("sindicados") dos bancos perderam participação. A princípio da década de oitenta, representavam de 60 a 70% das transações financeiras internacionais e, em 1985, retinham somente 16% (Gráfico 5); a explicação tem que ver com a desarticulação do padrão de empréstimos líquidos internacionais privados entre a década de setenta e oitenta. Ao contrário do que ocorreu na década de setenta, na seguinte década tanto os empréstimos brutos quanto os líquidos foram dominados pelas operações entre os países desenvolvidos. Também existem razões específicas para que os

empréstimos, através dos bancos, tenham perdido participação relativa.

Os BT estiveram em condições desvantajosas para concorrer como prestamistas frente ao mercado internacional de valores. Com grandes dívidas de duvidoso pagamento em suas carteiras, os bancos tiveram dificuldades para obter fundos baratos e os controles mais rigorosos da supervisão bancária elevaram os custos. Como consequência, o custo relativo dos empréstimos de consórcio foi mais elevado. Mas os bancos também têm interesse em estimular a conversão da dívida em títulos negociáveis. Os supervisores exigiam que os bancos elevaram suas relações de solvência capital/ativos. Os bancos buscaram reduzir o crescimento dos seus ativos acima da linha do balanço e elevar os que estavam abaixo dessa linha. A participação no mercado de valores cumpriu muito bem esse propósito, gerando receitas sem aumentar os ativos e propiciando, unicamente, obrigações de contingência. Os novos instrumentos permitiram, além disso, melhorar os balanços. Os bancos os utilizaram para ampliar a madurez de suas obrigações e, buscando aumentar sua liquidez, desenharam ativos que podiam ser negociados mais rapidamente no mercado. Ademais, os instrumentos de cobertura que permitem intercambiar obrigações pactadas em diferentes moedas e com diferentes condições financeiras (interest e currency swaps) foram usados pelos bancos para dispersar o risco. Tais mudanças estão diluindo a tradicional diferença entre, de um lado, atividades de aceitar depósitos e criar empréstimos e, de

outro, as de geração de comissões e de outorgamento de avais às firmas do mercado de valores e dos bancos de investimento.

Inicialmente, os países em desenvolvimento não tiveram grande participação nas oportunidades que surgiram através das inovações financeiras. As primeiras operações realizadas por esses países no mercado internacional de valores, foram reduzidas emissões de letras de câmbio a curto prazo no mercado de eurodivisas, certas operações de conversão da dívida em títulos negociáveis com direitos sobre ativos nacionais e vendas dos empréstimos dos bancos credores menores. Paulatinamente, estas operações foram crescendo e incorporando novas emissões de bônus, relativas à privatização de grandes empresas estatais, principalmente dos grandes países latino-americanos fortemente endividados.

Nos países em desenvolvimento, os bancos transnacionais tiveram que enfrentar mudanças nas regulamentações e adaptar-se a elas. Na década de oitenta, os países reconheceram o aporte que poderiam dar essas entidades em termos de redes e fontes de financiamento para o comércio exterior e como estímulo à concorrência bancária interna. Entretanto, as nações também expressaram temor perante a capacidade de desestabilização que possuíam esses bancos e tenderam a impor controles sobre suas operações de captação pública direta e o estabelecimento de sucursais.

Nesta década observa-se uma tendência generalizada, entre os PEDs, para liberar progressivamente o investimento estrangeiro em serviços financeiros e para facilitar a globalização financeira. Que este panorama regulamentário seja mantido e fortalecido dependerá da seqüência com que se tenha instrumentado a abertura das duas contas da balança de pagamentos, e da orientação macroeconômica que os países dêem aos impactos da crescente afluência de capitais.

Os centros financeiros *offshore* que apresentavam grande desenvolvimento desde a década de sessenta, diminuíram sua atividade na de oitenta, à medida que nos países industrializados se tornava mais flexível a regulamentação sobre operações internacionais dos bancos, e à medida que decrescia a atividade de intermediação das entidades no mesmo período.

Outro fenômeno característico do padrão de crescimento dos bancos transnacionais, durante a década de oitenta, foi o surgimento e fortalecimento dos bancos de países em desenvolvimento no âmbito internacional. Esta evolução foi paralela à expansão comercial dos países de origem e às correntes de investimento estrangeiro direto dos países em desenvolvimento ao mundo industrializado. Em 1986, quarenta e um bancos, dos trezentos maiores do mundo, eram de países em desenvolvimento. Em ordem numérica de bancos, as nações mais

importantes foram: a República da Coreia, a República Islâmica do Irã, Tailândia, Brasil, Israel, México, Iugoslávia, Arábia Saudita e Argélia.

De outro lado, os mercados de valores tiveram um rol central na globalização financeira da década de oitenta. Embora os bancos internacionais participaram ativamente nas novas modalidades de financiamento, foram as entidades financeiras extrabancárias que ofereceram, em maior proporção, esses serviços. Estar menos regulamentadas do que os bancos, favoreceu seu crescimento e as autoridades já começam a regulamentá-las mais estritamente.

As empresas de valores e de serviços financeiros são as mais importantes dentre as entidades extrabancárias que se fortaleceram durante o decênio passado. Constituem suas operações a corretagem de ações, a administração de carteiras de investimento e a banca de aplicações. Sua atividade, em alguns aspectos, é semelhante à da banca, sendo mais arriscada. Em 1985, as cinco maiores empresas deste tipo, por volume de capital, foram três norte-americanas: American Express, Salomon Inc. e Merrill Lynch, e duas japonesas: Orient Leasing e Nomura Securities (UNCTC, 1988). Grande parte do financiamento destas empresas foi feito em eurobônus que se caracterizam como emissões em moedas diferentes às do país emissor.

A importância destas firmas surgiu, parcialmente, das diferenças regulamentárias entre países e das restrições à colocação de valores estrangeiros nos mercados domésticos. Nos Estados Unidos e Japão, os bancos não podiam garantir emissões de bônus, nem colocá-las²⁸.

A princípios de 1991, o presidente dos Estados Unidos apresentou ao Congresso um projeto de reforma financeira que previa, entre outros assuntos, autorização aos bancos para constituir empresas controladoras de entidades financeiras e dessa maneira, prestar serviços financeiros através de filiais, inclusive no mercado de valores, sempre e quando obedecessem um determinado requisito patrimonial. Essa reforma não foi aprovada. A Lei de Glass-Steagall de 1933, que proibiu aos bancos comerciais comprometerem-se em atividades da banca de investimento, esteve vigente, sem reformas, durante quase cinqüenta anos. Em 1982, o Office of the Comptroller of the Currency OCC, autorizou, a vários bancos nacionais, participar em atividades de corretagem através de subsidiárias: em 1986, a diretoria dos governadores (Board) do Federal Reserve System autorizou ditas subsidiárias, especializadas em corretagem, a desempenharem serviços de aconselhamento de investimentos. A partir desse momento, o Board autorizou certos bancos a garantir emissões de papéis comerciais através de subsidiárias e a subscrever emissões de ações, de bônus e operações de financiamento municipal, entre outras. O Board afirma que não se modificou a mencionada Lei já que seguem vigentes suas restrições com respeito a que nenhum banco pode associar-se com uma companhia comprometida **primeiramente** na subscrição de valores em geral. Nenhuma subsidiária de valores de empresa controladora bancária, atualmente, pode ganhar mais de 10% da sua receita anual nas operações de garantia de emissões de valores. No Japão, está gestando-se a regulamentação das 16 iniciativas parlamentárias que a Dieta aprovou em junho de 1992, relativas à reforma financeira. Está em andamento, principalmente, a regulamentação dos obstáculos ou "cortafogos" tais como o princípio de distância prudente para as operações entre bancos e suas subsidiárias de valores, e entre as casas de valores e suas subsidiárias bancárias. Em princípio, a reforma facilitou este mútuo acesso e estabeleceu limites às subsidiárias de recente fundação; por exemplo, uma subsidiária de valores de um banco não pode dedicar-se, no começo, à corretagem de valores. As iniciativas também abrangeram medidas relativas à redução da especialização da banca e a eliminação dos obstáculos jurídicos existentes para o desenvolvimento do mercado de valores e das operações de titularização. Segundo um funcionário do Banco do Japão, não se pode esperar que as medidas surtam efeitos imediatos nem que se cristalizem todas as propostas a curto prazo; necessitar-se-á tempo para afiançar a desregulamentação que a reforma introduziu (Uruma, 1993).

Como resultado deste fato, os mercados de valores do Reino Unido, Estados Unidos e Japão mostraram alto grau de participação estrangeira.

3.3 Fluxos de capitais na década de oitenta e princípios da de noventa.

Como resultado da expansão das empresas e dos bancos transnacionais e como efeito das mudanças na demanda dos prestatários públicos e privados do mercado internacional, e da evolução macroeconômica dos países desenvolvidos e em desenvolvimento, cujas manifestações foram a escassez de capital e a crise da dívida, os fluxos de capital alteraram suas características e magnitude na década de oitenta.

Comparados com os fluxos de capital de períodos precedentes, sob sistemas monetários diferentes (padrão ouro, 1881 - 1913, e Bretton Woods, 1950 - 1970), os movimentos de capital sob um sistema de taxas flutuantes de câmbio (desde 1973), mostram diversas características, principalmente durante a última década.

As transações efetuaram-se principalmente entre países desenvolvidos, com uma grande perda dos países em desenvolvimento.

As entradas de capital parecem ter respondido à insuficiência das poupanças domésticas mais do que à elevação das taxas de investimento nos países importadores de capital. Os movimentos agregados de capital (nas duas vias), cresceram rapidamente como expressão da maior liquidez e diversidade dos ativos internacionais. O investimento estrangeiro direto recuperou-se notavelmente nos últimos anos, principalmente entre países industrializados. Por último, a conversão de ativos em valores (securitisation, titulação) produziu uma substituição relativa dos empréstimos bancários pelas emissões de bônus no financiamento internacional.

3.3.1 Redução dos fluxos de capitais aos países em desenvolvimento.

Durante a década de oitenta, a afluência de capitais aos países em desenvolvimento, em dólares nominais, permaneceu estagnada. Declinaram, também, os empréstimos bancários líquidos que passaram da média anual de US\$ 28 mil milhões, entre 1979 e 1982, à média de menos US\$ 29 mil milhões entre 1983 e 1989. Nos últimos anos da década passada, os empréstimos líquidos foram negativos em US\$ 59 e 54 mil milhões embora, neste caso, recolhem operações de conversão da dívida e venda de ativos mais do que um refluxo de capital como tal (Turner, 1991, p. 22).

Este indicador de empréstimos bancários líquidos reflete também o aumento de depósitos dos PEDs nos bancos, uma medida aproximada da fuga de capital, excluindo o aumento das reservas nos mercado de eurobônus e os depósitos dos bancos. O saldo dos depósitos extrabancários dos PEDs não pertencentes à OPEP, a finais de 1989 era de US\$ 100 mil milhões, mas o FMI calcula que a fuga de capital acumulada durante a década passada atingiu 184 mil milhões de dólares nos países mais endividados²⁹, que equivale à metade da sua dívida externa (Rojas-Suárez, 1991).

3.3.2 Estados Unidos, o maior importador de capital.

As razões pelas quais Estados Unidos, um país rico em capital, converteu-se no pólo de atração da maioria dos fluxos de capital³⁰, estão relacionadas com o maior aprofundamento e liquidez do seu

Os países incluídos neste estudo foram: Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Gabão, Jamaica, México, Nigéria, Peru, Filipinas, Venezuela e Iugoslávia. Esta estimativa contrasta com outras, como a efetuada por Kuczynski (1992), que calcula uma fuga de capital para a região latino-americana, entre 1984 e 1990, de 200 mil a 300 mil milhões de dólares, equivalente a 1.5 ou 2% do PIB regional. Os juros gerados pelo investimento desses recursos no exterior, foi de aproximadamente 15 mil milhões de dólares anuais, quantia muito superior aos 9 mil milhões anuais que, segundo este autor, totalizaram as entradas líquidas de capitais à América Latina nesse período.

Este fato teve um breve parêntese em 1991, único ano, no período 1982-1992, em que sua balança de capital atingiu saldo negativo, devido à caída das taxas de juros locais (FMI, Estatísticas Financeiras Internacionais, 1993).

sistema financeiro. A princípios da década de oitenta, Estados Unidos retinha um oitavo do total dos ativos estrangeiros privados mundiais; a finais da década atingia uma quarta parte do total mundial desses ativos.

Uma característica que os Estados Unidos compartilham com outros países importadores de capital é a caída da taxa de poupança durante o período e uma decrescente participação do investimento no produto nacional. ao longo desses dez anos.

3.2.3 O aumento do investimento externo direto.

Os fluxos do investimento direto totalizaram 1% do PIB de quatorze nações desenvolvidas em 1989, o dobro do percentual atingido em 1980. Este crescimento tem um componente cíclico que responde ao comportamento do investimento bruto doméstico e varia, mais do que proporcionalmente, com a atividade económica. Além disso, existem outras razões: a onda de absorções e aquisições aumentou o investimento direto, durante a década de oitenta, principalmente o dos Estados Unidos e da Inglaterra. Desde 1990, as operações intra-européias aumentaram e os grandes obstáculos, previamente

existentes para a compra de companhias³¹, cederam perante a perspectiva da integração total.

Uma causa adicional, do mencionado aumento do investimento direto, resulta das decisões de realocização da produção que fazem as transnacionais, atendendo considerações de custos ou de barreiras protecionistas³².

Até 1984, entre um terço e um quarto do investimento estrangeiro dirigia-se aos países em desenvolvimento; em 1989, essa porcentagem havia caído a um oitavo. O pobre desempenho dos países endividados durante a década de oitenta, mas também a ausência de um mercado de ações adequado, explicam esse fato.

Os fundos dirigiram-se principalmente aos Estados Unidos que retêm a metade dos fluxos, comparando-se com um terço da década de setenta e um décimo da de sessenta. A motivação desse investimento não tem sido a produção para a exportação. O déficit comercial das filiais

Como a concentração do voto deliberativo em poucos acionistas, a grande participação dos bancos na propriedade de ações e as regulamentações governamentais.

Existe, também, certa evidência de que os fluxos diretos de capital são sensíveis às variações das taxas de câmbio, embora não estejam provadas relações de causalidade (Goldsbrough, 1979).

extrabancárias nos Estados Unidos quase triplicou entre 1980 e 1987. Este fato responde, parcialmente, à supervalorização do dólar no período. Não existe uma explicação definitiva do porquê esta afluência realizou-se em momentos em que a taxa de rentabilidade de tal investimento foi muito baixa. Acrescenta-se que são investimentos que esperam maiores rendimentos quando estejam maduros ou que são decisões de caráter "político" buscando resistir as pressões protecionistas.

Em 1989, por primeira vez em dez anos, os investimentos feitos na comunidade europeia superaram os orientados aos Estados Unidos. Em grande medida, isto reflete movimentos intracomunitários. De outro lado, o investimento no Canadá e na Austrália diminuiu na década de oitenta, comparando com sua importante participação no passado. Por último, os movimentos aos países tradicionalmente fechados, como Itália, Japão, Suécia e Suíça, foram muito modestos. De fato, em 1988-1989, houve desinvestimento no Japão apesar de seu notável crescimento econômico (Turner, 1991, p. 46).

O maior fornecedor de investimento no estrangeiro durante a década de oitenta foi o Reino Unido da Inglaterra, exceto em 1989 quando foi substituído pelo Japão. Estados Unidos explicou somente um décimo dos investimentos externos dos países industriais em 1988, após ter gerado dois terços do total na década de sessenta e a metade na de

setenta. A expansão japonesa é decorrente da expansão de suas transnacionais e bancos, notando-se um deslocamento desde o investimento de carteira à compra de ativos reais, como demonstra o crescimento da aplicação em bens de raiz nos Estados Unidos. A valorização do iene e as barreiras protecionistas motivaram, igualmente, o deslocamento da produção manufatureira japonesa além de suas fronteiras.

O IED cresceu em 1990, mas com índice inferior ao observado no decênio de oitenta. As saídas cresceram 7% (versus 14% média anual da década de oitenta), índice maior do esperado dado o baixo desempenho das grandes economias e as dificuldades de muitas entidades financeiras. Os dados preliminares de 1991 mostram um descenso dessas saídas.

Explica-se tudo isto pelo menor índice de aumento das saídas do Japão, um possível equilíbrio nos Estados Unidos e um descenso no Reino Unido da Inglaterra; os outros países desenvolvidos mostraram índices de crescimento (27% em 1990) semelhantes aos de 1983-1990. As saídas dos PEDs aumentaram devido aos movimentos originados no sudeste asiático, embora em 1990 também descendessem, com respeito a 1989 (Nações Unidas, 1992).

O comportamento do IED observado em 1990 explica-se, parcialmente,

pela evolução da economia dos Estados Unidos: ao iniciar-se a recessão, perderam rentabilidade os investimentos e descendeu a afluência de capital. Em 1992, essa economia cresceu 2.6% (frente ao descenso do PIB de 0.7% em 1991), nível mantido nos anos seguintes e que poderia ter mudado a percepção de risco e rentabilidade dos inversionistas estrangeiros (IMF, 1993). A recessão, do Reino Unido, até 1991 e os maiores investimentos domésticos do Japão também contribuem na explicação do descenso. Além disso, as saídas de investimento estrangeiro foram afetadas pela redução dos movimentos de absorção e fusão de empresas no mundo desenvolvido, devidas ao baixo crescimento, a elevação do preço das ações e a insegurança dos mercados financeiros.

As explicações precedentes sugerem certa relação entre ciclo econômico e movimentos de capital para o exterior que deve, contudo, ser objeto de maior estudo. Uma olhada inicial aos dados do IED, comparados com a evolução dos países emissores nos últimos anos, diria que as empresas transnacionais não sofrem, nem direta nem simultaneamente, o impacto das flutuações cíclicas. Pode haver movimentos, apesar da conjuntura, devido a considerações estratégicas das empresas:

"As empresas transnacionais podem ser mais sensíveis aos objetivos estratégicos mundiais a longo prazo, como a penetração dos mercados ou o aumento de sua participação nestes, sendo um dos fatores que explica seu comportamento a conscientização crescente da

necessidade de atingir maior expansão mundial para aumentar suas vantagens competitivas". (Nações Unidas, 1992, p. 15).

A expansão do investimento estrangeiro na Europa Central e Oriental mostra que este enunciado é válido. A divergência recente entre os índices de crescimento do investimento direto e aqueles do produto interno bruto poderia continuar durante a década de noventa, embora não com as mesmas médias do decênio passado. Mas também poderia suceder que o investimento reaja com atraso e caia nos próximos anos.

3.3.4 Os empréstimos bancários internacionais.

Segundo as estatísticas internacionais, os empréstimos bancários continuam sendo a principal fonte de financiamento internacional. Após uma caída que começou em 1982 e que favoreceu o aumento do financiamento mediante bônus, o financiamento bancário internacional líquido recuperou-se notavelmente entre 1985 e 1990, particularmente nos países avançados. Em 1991, por primeira vez em muitos anos, os ativos bancários internacionais tiveram uma caída em termos absolutos. A atividade bancária esteve restringida pela necessidade de atingir os padrões de capital adequado assinalados por Basiléia e porque estimou-se que as operações creditícias tinham maior risco, dada a prolongação da recessão nos Estados Unidos e no Reino Unido.

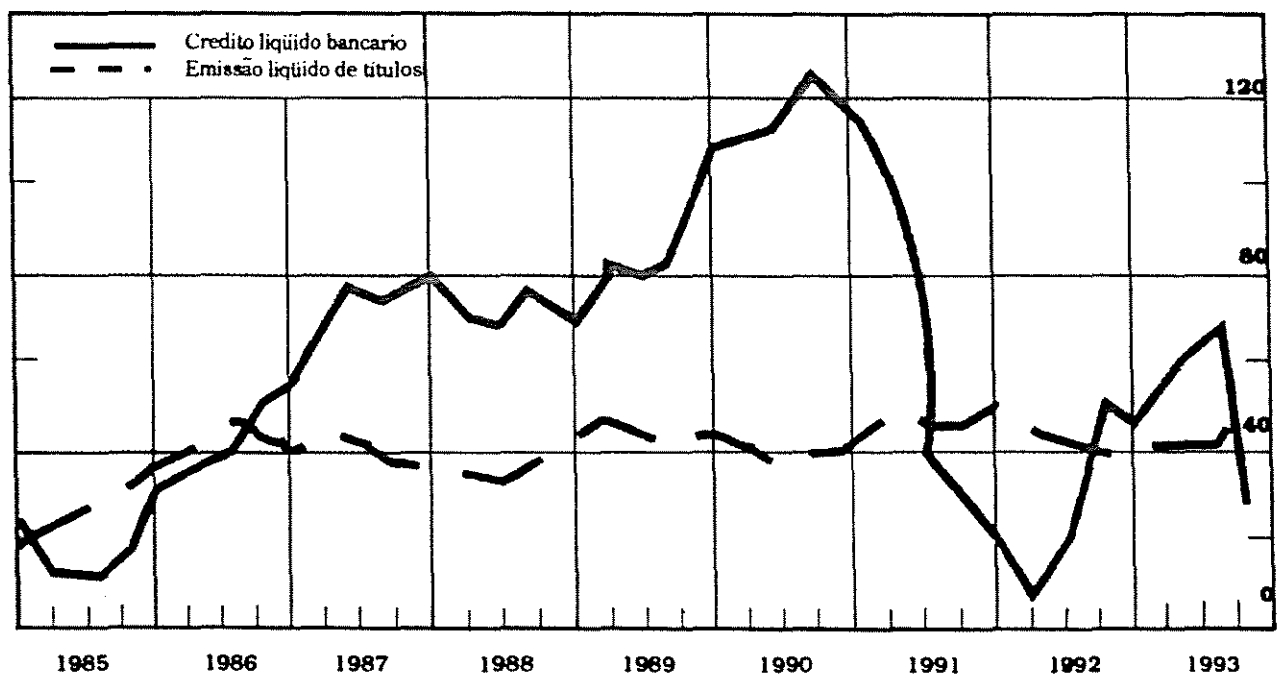
Os bancos deslocaram-se a produtos, como os derivados, em cujo mercado participaram cada vez mais, e outorgaram empréstimos aos países asiáticos. O ambiente geral do negócio bancário não era o melhor: as crises bancárias em vários países, as grandes perdas causadas pelos fornecimentos, os baixos rendimentos das ações e as exigências de solvência fizeram com que as restrições continuaram até meados de 1992. O transtorno monetário vivido no verão desse ano conduziu a uma reanimação do crédito bancário internacional. A volubilidade das taxas de juros e de câmbio, por sua parte, estimularam o uso de produtos derivados contra os riscos que envolve essa volubilidade para os proprietários de ativos denominados em outras moedas ou pactados a taxas flutuantes de juros. Com isso, a operação bancária foi também impulsionada (Gráfico 5).

Em 1993, a atividade interbancária internacional recuperou-se após três trimestres de depressão mas continuou sendo baixo o crédito; a recuperação mencionada foi causada pelas turbulências monetárias de meados do ano que estimulou os fluxos de moedas entre os países europeus. Segundo as primeiras evidências, a diminuição da atividade bancária japonesa parece haver-se detido (BIS, 1994).

3.3.5 O rol dos bancos nas transações internacionais de capital.

Não existem estatísticas completas e totalmente confiáveis sobre a

GRAFICO 5
Financição internacional total
Mil milhões dólares de EEUU.



magnitude das transações externas efetuadas através dos bancos. Um estudo do BIS calcula essas operações em 650 mil milhões diários em 1989. Há numerosas transações em que o abrir e fechar de negócios efetuam-se no mesmo dia e que por isso não aparecem nas estatísticas.

Afirma-se que as operações dos bancos neste terreno são puramente acomodáticas, limitando-se a dar cobertura aos riscos cambiários desejados pelas empresas financeiras diferentes aos bancos. Mas isto não é tão evidente. Os bancos podem ser mais sensíveis a pequenas mudanças nas taxas de juros e de câmbio e talvez poderiam atuar como agente estabilizador frente à especulação própria de um sistema de taxas de câmbio flutuantes (McKinnon, 1979 e Goodhart, 1988). Porém não há restrições suficientes para evitar que os bancos acumulem posições abertas e atuem eles mesmos como especuladores (Goodhart, *idem*).

As cifras disponíveis permitem destacar alguns traços do fluxo de capitais a curto prazo entre os bancos dos países industriais, na segunda metade da década de oitenta. O Reino Unido, um dos países com maior déficit corrente, teve nos últimos anos uma notável afluência de capitais de curto prazo. Esta forma de financiar o déficit expõe a economia a importantes saídas de capital quando enfraquece a confiança na libra esterlina como foi o caso ocorrido a finais de 1989.

Os dois países superavitários mais importantes, Alemanha e Japão, mostraram diferentes padrões de reciclagem dos seus superávits. Enquanto que a Alemanha teve o maior movimento de capitais de curto prazo ao exterior durante a segunda metade da década de oitenta (84 mil milhões de dólares acumulados), Japão totalizou 200 mil milhões por entradas de capital de curto prazo. A razão está nas restrições que enfrentam os alemães quanto a prazos nos que podem manter suas exposições em moedas estrangeiras: os japoneses só devem respeitar limites globais sobre essas magnitudes. A maior parte dos fluxos de capital dos bancos alemães sai em marcos e circula no mercado interbancário, principalmente europeu. De certo modo, os bancos alemães têm sido sujeito passivo da reciclagem do superávit corrente e da intervenção do banco central no mercado cambiário.

Os bancos japoneses têm sido mais ativos já que conseguiram tomar empréstimos a curto prazo e outorgar financiamento a longo prazo. A propriedade de valores estrangeiros da parte destes bancos cresceu rapidamente na década passada. Grande parte dos créditos obtidos em moeda estrangeira serviu para financiar demandas de residentes. A magnitude destes empréstimos destaca-se ainda mais se é comparada com as compras de bônus estrangeiros pelos residentes no Japão.

3.3.6 O crescimento das transações internacionais de carteira.

Somando compras e vendas, as transações internacionais de valores cresceram quatro vezes entre 1985 e 1989. A finais da década, do total das transações, 89% eram de bônus e 11% de ações. Os primeiros se multiplicaram por três em dez anos e as segundas por sete³³.

Este crescimento respondeu às necessidades de inversionistas e prestatários num sistema monetário caracterizado pelas flutuações das taxas de câmbio e as grandes diferenças entre os tipos de juros dos países. Os movimentos de capital permitiram aos agentes particulares obter cobertura contra o risco da inflação ou ganhar rendimentos das taxas nominais de juros em países proclives à inflação.

Como os fluxos de investimento estrangeiro direto, porém com maior intensidade, os movimentos de investimento de carteira durante a década de oitenta sucederam principalmente entre países avançados. As estatísticas sobre transações entre países em desenvolvimento nesses anos, são muito limitadas porém há indicadores de sua pouca importância. As razões estão ligadas à reduzida emissão de bônus internacionais de parte dos países em desenvolvimento e das instituições internacionais com eles relacionadas. Os países

Que inclui o crescimento do preço das ações.

asiáticos em desenvolvimento totalizaram a metade das emissões dos PEDs entre 1984 e 1990.

Este comportamento é explicado também pela inexistência ou o subdesenvolvimento do mercado de ações nesses países. Como percentual do PIB, a capitalização dos vinte mercados emergentes mais importantes, representou 6% em 1980. Como se observará detalhadamente para o caso dos países latino-americanos, no final da década o quadro mudaria radicalmente. Segundo dados da International Finance Corporation, a capitalização desses vinte mercados atingiu 32% do PIB em 1990 (IFC, 1991).

De todas formas, na segunda metade da década, o investimento em carteira aos PEDs cresceu um mil milhões de dólares por ano, entre 1985 e 1988. Uma explicação do notável crescimento dos fluxos de carteira na década de oitenta, pelo lado da demanda, foi a expansão do investimento em carteira das grandes instituições financeiras dos países desenvolvidos (fundos de pensões, seguradoras e trustes de investimentos). As entidades financeiras extrabancárias financiaram os desequilíbrios dos balanços globais durante a década de oitenta enquanto que, na de setenta, esse papel tinha sido dos bancos.

As transações em bônus dominaram os fluxos crescentes de

investimento em carteira, embora excluindo as emissões oficiais de bônus. Há certa tendência a um leve crescimento da participação das ações nas carteiras dos inversionistas mas apenas equivale a menos de 14% em 1989. A crescente importância das emissões de bônus relacionadas com ações (equity-related bond issues) vem diluindo a diferença entre bônus e ações nas preferências dos inversionistas no mercado internacional de valores⁶⁴.

As transações domésticas de ações multiplicaram-se várias vezes nos últimos dez anos mas o volume comercializado internacionalmente cresceu mais rápido. Devido ao crash de outubro de 1987, a velocidade deste crescimento minguou em 1987-1988 para depois recuperar-se em 1989⁶⁵. Dadas as diferentes bases de cálculo, os analistas não sabem ainda se a explosão de transações internacionais contribuiu ou não para aproximar os rendimentos sobre ações dos diversos mercados nacionais. Embora esses analistas tendem a pensar que o avanço nessa direção foi reduzido. Somente em momentos de alta volubilidade, como o

Deve-se anotar que se a emissão de bônus com garantias em ações cresceu entre 1985 e 1989 mais do que as emissões ordinárias de ações no mercado internacional, as grandes quedas de preços das ações levam à dúvida quanto ao futuro dessa modalidade. Em 1990, as medidas para impedir novas emissões no Japão, levou ao descenso de 63% nas emissões de bônus relacionadas com ações.

A participação das ações no total dos movimentos de capital vem sendo ainda maior se levamos em conta o investimento direto relacionado com compra de ações e o avanço das emissões de bônus relacionados com ações. Esta participação poderá ser maior no futuro como notar-se-á no caso da América Latina.

havia previsto Morgenstern em 1959³⁶, constata-se maior interrelação entre os mercados domésticos e internacional.

Os Estados Unidos receberam, sobretudo até 1987, um importante fluxo de investimentos em ações. A partir de 1988, o debilitamento econômico desse país conduziu a um crescimento mais moderado dos investimentos no exterior, enquanto crescia o fluxo à Europa e ao Japão, pela razão oposta. O Reino Unido foi o principal comprador líquido de ações estrangeiras durante a década de oitenta³⁷.

Grande parte do crescimento dos bônus em circulação (outstandings), durante a década de oitenta ocorreu na primeira metade do decênio. A metade destes bônus está denominada em dólares e tem estado assim durante os últimos anos, apesar das amplas flutuações do dólar. As emissões de valores internacionais tenderam a crescer mais do que as domésticas. Japão apresentou a maior demanda de bônus estrangeiros, sendo 80% de valores denominados em dólares, devido à maior liquidez e variedade de instrumentos oferecidos pelos emissores norte-

Citado por Turner, 1991, p. 54: "financial markets interact more intensely in times of stress than in relatively quiet periods", Morgenstern, Oscar, "International Financial Transactions and Business Cycles, National Bureau of Economic Research Study, Princeton, Princeton University Press, 1959, p. 564.

Há problemas de discrepância estatística em toda esta informação. Os fluxos dos PEDs ao exterior excedem em 35 mil milhões de dólares ao fluxos para dentro.

americanos. Embora as compras líquidas hajam decrescido desde 1986.

Uma característica adicional do crescimento do mercado de bônus é a que realizou-se sob a forma de emissões no exterior, feitas por empresas domésticas mais do que mediante compras de bônus domésticos por estrangeiros. Os principais emissores foram os japoneses cujos papéis são demandados frente à expectativa de uma recuperação futura do mercado bursátil em Tóquio.

Chama atenção também a elevada proporção das demandas de bônus estrangeiros com respeito ao PIB em economias como a da Bélgica e da Suíça. Isto reflete uma necessidade de diversificar a carteira com investimentos denominados em moedas diferentes às características de países relativamente pequenos muito abertos.

O investimento em valores públicos não tem crescido tanto quanto os privados mas tem mudado o padrão dos fluxos e as motivações das emissões. Em certos países, a emissão tem estado associada com o objetivo de neutralizar excessivas pressões sobre a taxa de câmbio. As autoridades têm estimulado fluxos de duas vias: vendas de bônus governamentais a longo prazo e saídas de capital a curto prazo sob a forma de intervenção. Em outros casos, a presença estrangeira no mercado governamental de bônus tem sido notável, como na Austrália

onde as altas taxas de juros compensam o risco cambiário e onde se oferece certa atração para os países com baixos níveis de inflação e de taxas de juros. Outra motivação destes investimentos tem sido a existência do imposto retido (withholding tax) e o oferecimento de procedimentos simples de isenção nos países anfitriões.

As entidades financeiras diferentes aos bancos têm sido as responsáveis pelo financiamento dos desbalanços na década de oitenta. Isto foi facilitado por vários fatos: as famílias transferiram suas poupanças dos bancos aos inversionistas institucionais, à medida que cresceram os esquemas de pensões e seguros; o crescimento do fornecimento de serviços de saúde pelo setor particular também favoreceu o crescimento financeiro das companhias de seguros; por último, a diversificação dos ativos estrangeiros suscitou o marginamento relativo da banca com respeito a estes investimentos.

Os inversionistas institucionais de países avançados, tenderam a investir no exterior mais do que os bancos, sobretudo no Japão e no Reino Unido, durante a primeira metade da década de oitenta. Esta tendência acentuou-se *pari passu* à redução ou eliminação das restrições sobre a proporção que podem manter as instituições financeiras em ativos estrangeiros, principalmente entre os japoneses e os europeus comunitários.

É interessante anotar a baixa participação de haveres no estrangeiro nas carteiras institucionais dos Estados Unidos. Existe ainda margem para maior diversificação: só 4% dos valores mantidos é de origem externa enquanto que o grau da abertura da economia é de 13%. O investimento estrangeiro deveria guardar alguma relação com a magnitude das importações, a fim de proteger-se contra eventuais choques externos. A volubilidade do dólar aconselha também maior diversificação do investimento em ativos denominados em outras moedas.

Em 1991, os mercados internacionais de bônus e de títulos comerciais experimentaram grande expansão; as baixas taxas de juros a longo prazo favoreceram as emissões de bônus à taxa fixa. Devido à reativação transitória do mercado de ações de Tóquio, houve um aumento das emissões até o começo do verão, mas, depois esta atividade estancou-se. Os empréstimos bancários e as emissões internacionais de valores em ECU cresceram a taxas recordes.

Apesar do desempenho desfavorável dos grandes países industrializados, em 1992 a atividade financeira internacional foi muito dinâmica. Cresceram as transações de valores denominados em moedas consideradas refúgio contra a volubilidade monetária, cambiária e financeira geradas pelos transtornos monetários a

meados do ano. O setor público destas nações estimulou a demanda de recursos nos mercados para financiar seus déficits fiscais e para reconstituir suas reservas internacionais. A desregulamentação financeira continuou sendo uma das razões pelas quais generalizou-se um manejo de carteira além das fronteiras. Os países asiáticos e os latino-americanos foram outros grandes atores na demanda de recursos.

Contrárias a um maior crescimento do financiamento internacional, atuaram várias forças. Em primeiro lugar, a atividade econômica teve uma leve recuperação e o risco dos créditos aumentou: em segundo lugar, os recursos disponíveis orientaram-se aos clientes de primeira linha, principalmente os governos, deixando de lado o setor privado e, inclusive, algumas entidades públicas; e, em terceiro lugar, os deprimidos mercados de ações não puderam oferecer uma alternativa de financiamento.

O segmento mais ativo do mercado, em 1992, foi o de efeitos comerciais europeus a médio prazo EMTN, deslocando aos de curto prazo devido à menor demanda para capital de trabalho, dada a recessão; a busca de maior período de amadurecimento frente às baixas taxas de juros em dólares; e a concorrência de mercados nacionais, como o dos Estados Unidos que oferecia esses prazos maiores. A emissão destes EMTN veio acompanhada de maior sofisticação no leque oferecido de moedas,

prazos e combinações adaptadas às necessidades dos inversionistas e dos prestamistas.

As novas emissões de bônus internacionais em 1992, somaram 342 mil milhões de dólares graças à globalização do manejo da dívida pública e às necessidades de refinanciamento. Sessenta por cento dos recursos líquidos foram destinados ao setor governo e às entidades internacionais (Tabela 4).

As novas emissões de bônus convertíveis em ações caíram, principalmente em Tóquio: os inversionistas não exerceram a opção de conversão e obrigaram a refinarciar o amadurecimento dos bônus através de outros canais. As condições desfavoráveis dos mercados de ações nos países industrializados, obrigaram a transferir os projetos de privatização de entidades públicas (BIS, 1993).

Em 1993 continuou a expansão dos mercados de valores internacionais, particularmente de EMTN. Pelo lado da demanda, o mercado beneficiou-se das necessidades de financiamento dos países da OECD, a globalização da emissão da dívida pública e dos baixos níveis das taxas de juros em vários países. Pelo lado da oferta, continuou a internacionalização do investimento e a estrutura das taxas de juros favoreceu as emissões de títulos a longo prazo em vários mercados.

As grandes transações de bônus globais³⁸, e as mudanças na composição - embora não no montante total - por moedas das emissões de bônus foram traços característicos do mercado em 1993.

3.3.7 A necessidade de novas regulamentações. O Acordo de Basileia.

A globalização financeira das últimas décadas esteve acompanhada do surgimento de inovações financeiras (nas práticas e nos instrumentos), de um aumento da especulação e de um movimento à desregulamentação financeira nos dez maiores países industrializados.

Dita globalização significa que os bancos cada vez comprometem mais seus ativos e passivos, em operações internacionais, que os poupadores líquidos de um país estão cada vez mais relacionados com os devedores líquidos de outro país e que os problemas de liquidez ou

O Banco Mundial lançou as primeiras emissões de bônus globais em setembro de 1989. A emissão é simultânea na América do Norte, Europa e Ásia; combinam traços dos bônus domésticos, quanto aos requisitos de registro, e dos eurobônus, quanto à estrutura das comissões; podem ser mantidos ou compensados através de sistemas locais ou europeus de compensação. São instrumentos demandados por inversionistas institucionais que aceitam menores rendimentos em troca de maior liquidez, porém estão sujeitos a estritos requisitos e limitados a clientes de primeira linha (BIS, 1994).

solvência dos bancos estrangeiros podem ter cada vez um maior impacto nos mercados domésticos.

Os desenvolvimentos do mercado internacional de capitais preocupam as autoridades nacionais. As operações internacionais dos bancos abrem um campo de ação fora do alcance regulatório nacional. Embora os bancos continuem sendo os principais canais de fornecimento de recursos de pagamento às economias. Qualquer falha no seu funcionamento seria desastrosa para o conjunto do sistema econômico. As entidades financeiras são instrumentos para traduzir, os objetivos macroeconômicos, em sinais à atividade produtiva e as autoridades estão interessadas em recuperar o controle de todo esse setor e em estudar os meios para reduzir a excessiva vulnerabilidade das economias aos eventos internacionais, num mundo cada vez mais interrelacionado.

O surgimento de inovações financeiras ocasionou novas preocupações aos supervisores bancários devido à crescente importância de receitas através de operações que não se refletem no balanço das entidades e ao fato de que a diferença entre o mercado de valores e o sistema bancário tenha sido atenuada nos últimos anos.

O ambiente de instabilidade macroeconômica da década de setenta

Tabela 4

Empréstimos líquidos estimados nos mercados internacionais (1)

Mil milhões de dólares

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	Q3 1993	Stocks final Sep 1993
Ativos internacionais (2) dos bancos que reportam ao BIS (3)	764.8	361.3	562.7	502.4	103.4		183.2	7581.4
menos dupla contabilizacao interbancária	448.8	250.9	397.1	249.2	-183.4	-39.2	178.2	3796.4
A Crédito bancário líquido internacional	320.0	260.0	410.0	465.0	80.0	195.0	5.0	3785.0
B Colocacoes liquidas euro efeitos Euronote placements	23.4	19.5	6.9	30.9	32.5	37.5	24.8	234.6
Emissoes bonus internacionais menos redencoes e recompras	180.5 72.6	221.6 82.5	264.7 89.4	239.8 107.9	319.7 149.3	342.0 222.5	117.8 68.2	
C Financiacao internacional com bonus	107.9	139.1	175.3	131.9	170.4	117.5	49.6	1843.6
D= (A+B+C)= Financiacao international total	451.3	418.6	592.2	627.8	282.9	350	79.4	5863.2
menos dupla contabilizacao	51.3	68.6	77.2	77.8	37.9	70.0	9.4	653.2
E Financiacao internacional liquida	400.0	350.0	515.0	550.0	245.0	280.0	70.0	5210.0

Notas: (1) Fluxos bancarios e colocacoes de euro efeitos a taxas constantes de cambio as final de trimestre
financiacao com bonus as traxas de cambio prevalecentes no momento dos anuncios de emissao.

(2) Ativos dos bancos em todas as monedas más ativas local em moneda estrangeira.

(3) Bancos do grupo dos diez más Luxemburgo, Austria, Dinamarca, Finlândia, Irlanda, Noruega,
Espanha, Bahamas, Bahrein, Caimán, Hong Kong, Antilhas Holandesas e Singapu e as sucursais
de bancos de Estados Unidos em Panamá.

(4) Excluindo uma estimacao dos redepósitos entre os bancos informantes.

Fonte: BIS, Annual Repor 1993, p. 99.

BIS, International Banking and financial Market Devoipments, fevereiro de 1994, p. 2

favoreceu as práticas especulativas, inclusive as dos bancos. A ampliação do leque de atividades permitidas aos bancos, ofereceu novas oportunidades, mas, também expôs estes intermediários a novos riscos.

A falência de alguns bancos foi a voz de alerta que levou os bancos centrais a pensarem no perigo de uma generalização dos efeitos de uma crise nacional no cenário mundial. As instâncias do Banco de Pagamentos Internacionais, a meados da década de setenta, 10 países iniciaram uma cooperação que culminou com a firma do Acordo de Basiléia, aos 15 de julho de 1988. O título sob o qual foi publicado o acordo sintetiza seu escopo: **Convergência internacional da medição e das normas do capital**. Seus preceitos começaram a ser observados plenamente pelos países signatários, e por cada um dos bancos domiciliados em seu território, desde janeiro de 1993.

Os dez países são Alemanha, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão, Luxemburgo, Países Baixos, Reino Unido, Suécia e Suíça. Têm representantes dos bancos centrais e dos organismos de supervisão no Comitê de Basiléia, fundado em 1975. Para melhorar a qualidade da supervisão internacional, o Comitê faz intercâmbio de informação sobre práticas e normas bancárias, desenvolve temas sobre supervisão e considera a conveniência de estabelecer normas com respeito ao capital bancário e aspectos relacionados.

Ao longo dos anos, as intenções do Comitê frustraram-se diante dos fatos. A interdição do maior banco do país, o Banco Ambrosiano, feita pelo governo italiano em 1982, revelou os limites do Acordo de Basiléia³⁹, publicado em 1975. A crise da dívida externa que seguiu à declaração de suspensão de pagamentos do governo mexicano, em setembro de 1982, surpreendeu o Comitê e sua atuação inicial foi muito reduzida.

Em 1983, uma nova versão do Acordo reiterou que a responsabilidade da supervisão dos bancos internacionais devia recair no país de origem. Para isso, é necessário contar, entre outras coisas, com uma adequada consolidação da operação dos bancos. O episódio do BCCI em 1991, mostra que não basta o controle na matriz (Kapstein, 1991, p. 7), e que impõe-se uma colaboração mais direta entre as autoridades nacionais e, inclusive, a fundação de uma instância supranacional.

O Acordo de Basiléia foi o resultado do primeiro pacto bilateral entre Estados Unidos e o Reino Unido que assinalou, inicialmente, níveis de capital suficiente e consideração do risco segundo o tipo de ativos e de operações fora da folha de balanço, pacto ao qual aderiu Japão em

Luxemburgo não conseguiu que as autoridades italianas respondessem pelas poupanças dos luxemburgueses, na subsidiária do Banco Ambrosiano do seu país.

1987. Esta adesão acelerou a discussão que sobre esses critérios realizava-se em Basiléia e Bruxelas até concluir no acordo multilateral.

Apesar do que resta por fazer, o trabalho do Comitê e a firma do Acordo significam um avanço com respeito às restrições devidas ao segredo profissional e às grandes disparidades entre as normas que regiam os sistemas bancários nacionais a meados da década de setenta.

A insistência no critério de capital suficiente garante a segurança e a solidez do sistema bancário no mundo desenvolvido. Isto não teria sido aceito no contexto da crise da dívida pelo conjunto dos bancos mais expostos, nos países em desenvolvimento de não ter sido pelas medidas simultâneas que foram adotadas para enfrentar essa crise. Em 1985, a maioria destes credores já estava em condições de fazer provisões sobre empréstimos incobráveis, graças à modificação das normas contábeis e tributárias (Bird, 1989).

Houve dificuldades, de caráter conjuntural, para que as entidades bancárias pudessem captar mais capital e vender ativos à medida que o sugeriam as normas de capital suficiente, no caso de muitos bancos comerciais. O mercado de valores tinha que absorver ao mesmo tempo

os ativos em títulos e as possíveis novas emissões de ações que fossem feitas pelas bancos. Estas eram opções competitivas e não complementares. Em 1992, a cotação de ações bancárias não estava no seu melhor nível após a crise do Golfo em 1991, e da caída das maiores bolsas de valores do mundo na década de noventa, entre a desaceleração do crescimento dos Estados Unidos⁴⁰. As entidades foram obrigadas a reduzir o crescimento de seus ativos para atingir o padrão a finais de 1992.

O Acordo é uma resposta às alterações do sistema internacional de pagamentos na década de oitenta. Do ponto de vista de sua aplicabilidade, o mercado já está encarregando-se de induzir sua adaptação. Os bancos, voluntariamente, aproximaram seus níveis de capital ao ali estabelecido, antes de que vencesse o prazo para seu obrigatório cumprimento e as agências avaliadoras e os analistas julgam a solvência das entidades de acordo com essas normas, inclusive a dos bancos que não estão estabelecidos nos países do G-10⁴¹.

A observação das exigências de um capital mais alto pode propiciar movimentos em prol da fusão ou aliança estratégica dos bancos, como propõe o presidente do Citycorp, John Reed, e mudanças na legislação quando esta impeça tais movimentos. (Kapstein, 1991, p. 31).

Esta é uma manifestação do grau de interrelação que atingiram os mercados financeiros. No futuro, a convergência das normas jurídicas, contábeis e tributárias será uma necessidade contra a arbitrariedade regulatória que poderá surgir com os operadores dos diversos países.

Poder-se-ia argumentar que a maior abertura das economias, de por si deve conduzir a melhores alocações de recursos, mas, na prática não tem sido assim. A maneira como os agentes privados formam suas expectativas não coincide com a evolução objetiva das variáveis econômicas e, além disso, os governos, geralmente, ao adotar políticas equivocadas evitam que haja uma convergência ao equilíbrio teórico. Por isso, os avanços na internacionalização e desregulamentação das economias não justificam uma redução do trabalho das autoridades, embora modifiquem o escopo e os instrumentos utilizados para atingir as metas da estabilidade econômica.

Em vários países latino-americanos, desde finais da década passada, efetuaram-se reformas na estrutura do setor financeiro e nos trabalhos de supervisão e controle bancário, levando em conta a evolução da atividade financeira a nível mundial e tratando de aproximar as regulamentações a certos padrões existentes quanto à relação de solvência, a qualidade da carteira e os limites à concentração do crédito e do risco.

O que pode-se aprender da crítica conjuntura da década de oitenta é que a supervisão bancária multilateral surge do mesmo núcleo da desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais. O que as autoridades estão aprendendo agora é a encontrar o lugar justo entre a supervisão estatal e a livre ação no mercado. Os serviços

financeiros não podem ser deixados à livre determinação de preços e riscos no mercado, sem um adequado marco normativo que garanta a solidez e solvência das entidades que administram recursos do público e que são o veículo fundamental dos pagamentos na economia. Tampouco podem ser deixadas somente nas mãos dos governos nacionais porque o mundo financeiro está atualmente globalizado e os eventos de certos mercados têm profundas repercussões em outros. Entre dificuldades e às vezes, com retrocessos, o processo de consolidação de certas normas supranacionais que regulamentem a atividade financeira mundial deve avançar nos próximos anos.

IV. América Latina no mercado internacional de valores e nos mercados emergentes.

4.1 Dívida

O financiamento externo é um complemento indispensável na transformação da estrutura produtiva que requer a sobrevivência competitiva de economias abertas. Particularmente, os mercados latino-americanos de capitais carecem da profundidade e magnitude necessárias para dar cobertura a estas demandas de crédito, o que também repercute no custo do crédito interno. O endividamento externo tem sido recomendado adicionalmente, por razões

macroeconômicas, como uma medida para reduzir as pressões inflacionárias causadas pela acumulação das reservas internacionais. O baixo nível das taxas internacionais de juros, entre 1989 e 1993, estimulou a substituição entre fontes de financiamento interno e externo. Em vários países, as taxas de juros internas têm sido altas como resultado de políticas monetárias restritivas.

Entre as formas de adquirir dívida externa, nos últimos anos, os bônus internacionais vêm ganhando participação às custas daquela dos empréstimos bancários. Em 1989, 9% do movimento líquido de capitais⁴² foi explicado pelas emissões de bônus internacionais e o financiamento bancário líquido foi negativo em seis mil quinhentos milhões de dólares. Em 1990, os bancos aportaram aproximadamente 40% dos recursos externos líquidos como resultado de acordos de renegociação da dívida externa e, em 1992, esta participação caiu a 15%. Em 1993, segundo cifras estimativas, 40% do total financiado no exterior foi de bônus (Tabela 5).

4.1.1 A participação da América Latina no mercado internacional de bônus.

A globalização dos mercados financeiros, entendida como a crescente

Nesse total estão incluídos os capitais a longo e curto prazo, públicos e privados, da dívida e do investimento direto.

Tabela 5
AMERICA LATINA: Fontes de Financiacao Externo
(Percentagem sobre o total X)

	1989	1990	1991	1992 ^b	1993 ^c
Movimento liquido de capitais	9620				
milhoes de dólares ^a	12500	21576	39356	61973	54605
percentagem	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
A. Divida					
Bonús ^d	9.1	16.68	19.31	16.30	40.0
Bancos ^e	(-)	39.67	17.28	15.32	
Papéis comerciais	1.28		3.07	1.35	
Certificados depósito			1.70	1.77	
B. Investimento					
Direito ^f	61.95	30.23	27.69	22.73	
ADR/GDR		0.45	10.82	7.08	
Fundos externos ^g	6.14	2.29	1.95	0.41	

Notas: a Inclui capitais de longo e curto prazo, transferências unilaterais oficiais e erros e omissões.

b Preliminar

c Estimacão

d Valor bruto

e liquido, curto e médio prazo

f Inclui o reinvestimento de ganhos

g só fundos fechados capital inicial

h janeiro - outubro

Fonte: Cepal, América Latina y el Caribe Políticas para mejorar la inserción en América Latina em 1994 pags. 198 y 208

integração entre países, segmentos de mercado, instituições e instrumentos financeiros, característica da década de oitenta, ocorreu fundamentalmente entre os países desenvolvidos. A participação dos países em desenvolvimento no mercado internacional de bônus, MIB, descendeu de 5.4% em 1982, a 1.4% em 1989. Nos anos recentes, observou-se uma progressiva recuperação nas condições de acesso, dos países latino-americanos, ao financiamento privado voluntário do MIB. Neste capítulo, verifica-se, brevemente, como tem sido este acesso, qual tem sido sua evolução e quais são suas possíveis perspectivas.

Antes de 1982, América Latina tinha participado no MIB com transações que somaram US\$ 2 mil milhões anuais, entre 1977 e 1982, a metade das emissões dos países em desenvolvimento (El-Erian, 1992). Devido à crise da dívida, esse mercado esteve fechado para a região, exceto contadas e isoladas exceções, como foram as duas emissões realizadas pela Colômbia, o único devedor importante sem reestruturação formal de obrigações com a banca ocidental, em 1986 e em 1987, no Japão e no mercado de eurobônus, e por quantias de 39 e 50 milhões de dólares respectivamente (CEPAL, 1991). O financiamento a médio e longo prazo para América Latina, incluindo créditos bancários e emissões de bônus, entre 1983 e 1988, totalizou 7 mil milhões de dólares anuais, um terço do obtido nos nove primeiros meses de 1982.

A meados de 1989, começou o fim do isolamento financeiro da América Latina. As colocações de valores das empresas latino-americanas nos mercados dos países industriais, principalmente as das empresas públicas privatizadas, a incipiente concessão de créditos bancários voluntários e de empréstimos interbancários a curto prazo, têm suprido o descenso dos créditos bancários de consórcio, que caracterizaram o financiamento da década de setenta e começo da de oitenta.

Quando o Banco Nacional do Comércio Exterior captou US\$ 100 milhões, mediante uma colocação privada no mercado de eurobônus, em junho de 1989, registrou-se a primeira evidência da reabertura do mercado internacional de bônus a países latino-americanos, após 1982. Antes de finalizar o ano, CEMEX conseguiu captar US\$ 150 milhões através de uma filial nos Estados Unidos. Nos anos seguintes, México tem estado em primeiro lugar na realização de operações semelhantes, sendo PEMEX a empresa que realizou o maior número de colocações. As emissões efetuaram-se principalmente em dólares, mas houveram também em marcos e schillings austríacos. Os emissores foram, a princípio, empresas privadas e públicas. O governo mexicano somente veio a realizar uma operação como prestatário soberano em fevereiro de 1991. As ofertas mexicanas têm sido, geralmente, bônus com taxas de juros fixas, embora também efetuaram-se emissões de bônus convertíveis em ações.

Venezuela realizou sua primeira incursão no MIB em 1988 por US\$ 256 milhões que não foram adquiridos por estrangeiros senão por inversionistas venezuelanos com posições em dólares. De igual forma, foram efetuadas emissões para conversão da dívida externa em bônus que não constituíram financiamento voluntário. As quinze emissões realizadas em 1990 por US\$ 211 milhões⁴³, por primeira vez nos últimos anos, foram de financiamento fresco.

Na renegociação da dívida chilena, firmada em setembro de 1990, foi incluída a emissão de bônus do tesouro chileno por US\$ 320 milhões, a serem colocados entre 1991 e 1992. O interessante desta emissão, é que não obriga todos os bancos credores a subscreverem os bônus.

O valor das emissões mexicanas e venezuelanas tem sido destacado no contexto da região. Embora sua quantia não represente a contribuição exata da balança de pagamentos devido aos custos das emissões, relativos a comissões e descontos e a que, em certas ocasiões, as operações realizaram-se através de filiais no exterior que bem podem ter retido esses recursos fora do país⁴⁴.

Ao valor par, ou nominal dos bônus, excluindo reestruturações da dívida e convertendo emissões em outras moedas à divisa norte-americana.

Do total de quase US\$ 1.200 milhões emitidos pelo México em 1990, a CEPAL (abril de 1991, p. 15), calcula que entraram ao país, uma vez deduzidos estes efeitos, US\$ 730 milhões.

Os compradores dos valores mexicanos foram, em grande medida, empresas norte-americanas de seguros, fundos mútuos e alguns fundos tradicionais de bônus, além de inversionistas mexicanos e latino-americanos que reingressaram capital fugado durante a crise da dívida.

As causas dessa demanda são de origem interna e externa. No caso do México, a economia mostrou perspectivas de uma sólida recuperação, uma vez conseguido o acordo definitivo com os credores internacionais, em fevereiro de 1990, anunciou-se a reprivatização da banca nacionalizada e apareceu como muito provável um acordo de livre comércio com seus vizinhos do norte.

O interesse pelos valores venezuelanos pode ser explicado mais por uma relativa melhora da sua balança de pagamentos, desde agosto de 1990, devido à elevação do preço do petróleo, do que por um processo de ajuste estrutural avançado e bem-sucedido. O acordo que firmou este país com os credores internacionais, em dezembro de 1990, melhorou a credibilidade dos inversionistas estrangeiros nestes mercados de capitais⁴⁵. Em 1991, o preço médio da dívida venezuelana

Em novembro, o governo anunciou medidas para facilitar o pagamento dos 4 mil milhões de dólares a que ascendia a dívida do setor privado. Foram oferecidos bônus aos credores, a 20 anos com juros de 4%, por 70% do capital devido, mais letras de câmbio a oito anos, sem juros, por 70% dos juros acumulados por mora. As dívidas de menor

nos mercados secundários, subiu a 65 centavos de dólar quando, em 1989, sua cotação era de 34 centavos de dólar.

Segundo estatísticas do FMI, o total dos bônus internacionais emitidos pela América Latina e Caribe em 1992, foi 14 vezes superior ao oferecido em 1989. Os primeiros dados revelados pela CEPAL para 1993, mostram um crescimento de 100% das emissões com respeito a 1992 (Tabela 5). México explica a metade das emissões destes anos, mas também foram muito ativos Brasil, Argentina e Venezuela e, pouco a pouco, outros países da região, como Chile e Colômbia (em 1991), Trindade e Tobago e Uruguai (1992) e Guatemala (1993) que entraram nesse mercado.

O ritmo e o montante das emissões internacionais vêm crescendo desde princípios da década de noventa e sua manutenção, como fonte dinâmica, depende de um conjunto de fatores. Os emissores têm tido que demonstrar solvência e solidez sobretudo no caso das empresas particulares; em ocasiões, as receitas futuras por exportações foram

quantia foram saldadas à vista, a 35 centavos por dólar. Em dezembro, o acordo com os credores do governo permitiu refinanciar 21 mil milhões dos 29 mil milhões de dólares a que ascendia a dívida total com a banca comercial. Durante as negociações, ofereceu-se um menu de opções que incluiu a venda ou a troca da dívida com um desconto até a aprovação de menores rendimentos e o aporte de dinheiro fresco. Se bem a dívida nominal somente foi reduzida em 742 milhões de dólares, o perfil dos vencimentos melhorou: os pagamentos do capital foram prolongados a 23 anos, contados a partir de 1998.

uma garantia bem-vinda. Em geral, este continuará sendo um pré-requisito a esse mercado.

O custo da reinserção da América Latina no mercado mundial de capitais foi inicialmente muito alto, caindo porém, devido à confiança dos inversionistas e ao descenso das taxas de juros nos Estados Unidos e Japão. A primeira emissão, voluntária, sem garantia de bônus, efetuada desde 1982 (Bancomext, em junho de 1983), pagou um rendimento de 17%, o que significa uma quota de risco equivalente a 820 centésimos de ponto percentual com respeito aos bônus do governo norte-americano. Um ano mais tarde, essa margem havia descendido, para valores mexicanos, a 320 centésimos. Em 1991, uma nova emissão do Bancomext teve um rendimento de somente 10%, com uma margem de somente 200 centésimos. O rendimento dos bônus venezuelanos de 1989 também diminuiu de 18.5% a 10.4% (El-Erian, 1992). Os bônus lei 55 do governo colombiano, a três anos, pagaram um rendimento de 8.13%, com uma margem de 258 pontos básicos e o segundo trecho da emissão de Bônus Colômbia, cuja característica de prazo é excepcional (a sete anos), foram vendidos com um rendimento de 7.99% em 1992 (Hommes, 1992). Não obstante, o financiamento através de emissões de bônus continua sendo dispendioso (8 a 10% em média), e o prazo breve, embora em 1993 observa-se certa ampliação até de 7 anos como máximo (CEPAL, 1994).

Dado o curto prazo dessas emissões iniciais, deverão ser feitas emissões adicionais para evitar que, no futuro, as transferências líquidas de capitais, vinculadas com essa forma de financiamento, se tornem negativas (CEPAL, 1991)⁴⁶.

4.1.2 Empréstimos bancários internacionais.

Esta é uma fonte de financiamento com poucas possibilidades de crescer. A razão está no estado de superendividamento que ainda pesa sobre a maioria dos países latino-americanos e que se reflete nas decisões dos credores internacionais de reduzir sua exposição nestes países. Os bancos, de outro lado, não têm perfeita informação que discrimine a capacidade real de pagamento de cada devedor. Houveram algumas operações isoladas, voluntárias sem garantias, como o empréstimo que obteve a República do Chile de um banco holandês em 1990, por US\$ 20 milhões, com 8 anos de prazo e uma taxa de juros de Libor mais um. O NMB Postbank que outorgou o empréstimo não havia tido exposição precedente em Chile.

A evolução das taxas de juros nos Estados Unidos constitui um questionamento sobre a evolução desta forma de financiamento. A elevação das taxas ordenadas pelo Federal Reserve, em maio de 1994, teve um primeiro impacto no mercado europeu contra os preços dos bônus e das ações (Financial Times, 28 de maio de 1994).

Contudo, em 1992 o crédito bancário aos países diferentes aos que divulgam informação ao BIS, cresceu 8%, a taxa mais alta dos últimos dez anos. Esse crescimento foi explicado, parcialmente, pelos grandes empréstimos sindicados a países classificados como desenvolvidos como Turquia e Austrália e empréstimos a curto prazo para Portugal, uma exposição adicional na antiga União Soviética (5.3 mil milhões de dólares); operações com alguns países produtores de petróleo como Arábia Saudita, Kuwait e Indonésia; alta atividade creditícia com China, Índia e Malásia; financiamento positivo, por primeira vez em seis anos, aos países não exportadores de petróleo da América Latina, a um nível nunca visto na última década (12 mil milhões de dólares); e uma melhoria nas relações dos bancos credores com Brasil e Argentina (BIS, 1993).

Os novos fluxos bancários para América Latina estiveram representados em créditos a curto prazo para atividades de comércio exterior, algumas reestruturações e, em menor medida, novos recursos sindicados. Enquanto isso, todos os esquemas de redução, perdão, conversão da dívida, continuaram avançando na direção de reduzir o saldo da dívida e os bancos continuaram reduzindo sua exposição na região.

Cresceu a credibilidade dos países latino-americanos e isso refletiu-se no mercado secundário de sua dívida externa. Devido a este fato,

os governos ampliaram seu leque de possibilidades de financiamento, obtido nos mercados internacionais de títulos financeiros (securities). O problema surge quando considera-se que a base desta ampliação de oportunidades está, muito provavelmente, no retorno do capital fugado, cujas motivações especulativas o fazem altamente volúvel.

Concluindo, os créditos bancários para o comércio exterior seguem estando disponíveis e costumam aumentar automaticamente com o crescimento das exportações. Os créditos para projetos de investimento, freqüentemente têm garantias externas que reduzem o risco bancário. O investimento externo direto costuma ter um componente de financiamento que supera o aporte acionário. À medida que cresça este tipo de investimento pode-se esperar maior afluência de recursos creditícios aos países receptores. A princípios da década de noventa, não observa-se reanimação do crédito bancário internacional, sobretudo se é comparado com a evolução de outras formas de financiamento.

4.2 Investimento.

Os fatores externos que explicam o acesso recente de alguns países da América Latina a estas fontes de financiamento, estão vinculados

com a globalização dos mercados de capitais. A desregulamentação, os desenvolvimentos tecnológicos e um ambiente de grande incerteza monetária internacional, deram lugar a novos instrumentos, maior diversificação de carteira e maior integração dos mercados.

Um exemplo da desregulamentação financeira em países industriais, constitui a Regra 144A que a partir de abril de 1990, facilita a colocação de emissões realizadas por empresas estrangeiras no mercado dos Estados Unidos⁴⁷. Entre os novos instrumentos, destaca-se o recurso aos American Depositary Receipts ADRs, ou certificados de depositário dos Estados Unidos, como canal para a colocação de valores latino-americanos. Segundo este programa, um banco norte-americano emite certificados representativos de ações de empresas estrangeiras e realiza, com eles, transações nos Estados Unidos⁴⁸. Este é um instrumento reservado para grandes, e solventes,

Antes dessa data, o despesa média para ter acesso ao mercado de bônus, incluindo o preenchimento de requisitos e a publicidade, era de US\$ 500 mil a US\$ 700 mil para os países em desenvolvimento que realizavam emissões por primeira vez. Se as entidades optavam por vender os bônus a uns poucos inversionistas, ao invés de oferecê-los ao público e assim eludir estas despesas, então incorriam em outras despesas associadas com a obrigação dos compradores de não negociá-los antes de dois anos após haver sido emitidos. A Regra 144A elimina esta restrição sempre e quando os compradores sejam inversionistas institucionais qualificados. Em 1991 haviam 5.000 empresas públicas nos Estados Unidos que qualificavam como tais (El-Erian, 1992).

Para efetuar uma emissão de ADRs necessita-se aprovação da Securities and Exchange Commission e da bolsa onde deseja-se fazer as transações. A empresa telefônica do Chile, CTC, fez a primeira operação deste tipo no primeiro semestre de 1990 na Bolsa de Nova Iorque. Antes de fazê-lo, as autoridades chilenas promulgaram regulamentos especiais (capítulo XXVI Compêndio de Normas de Câmbios Internacionais), estabelecendo requisitos para autorizar essas emissões:

emissores.

O lugar que ocupam os inversionistas institucionais (asseguradoras, fundos de pensões e fundos mútuos), no mercado mundial de capitais explica o surgimento de oportunidades para novos emissores (como os latino-americanos), à medida que estes inversionistas têm maior propensão à diversificação geográfica de suas carteiras e contam com maiores habilidades para avaliar os riscos de suas opções.

4.2.1 O investimento estrangeiro em carteira. Mercados emergentes.

Outra fonte de financiamento, além da emissão de valores internacionais e do investimento direto estrangeiro, constitui o investimento em carteira. Esta fonte tem estado limitada parcialmente pelas restrições ao investimento estrangeiro e, em grande parte, pelo baixo dinamismo dos mercados domésticos de valores dos países em desenvolvimento.

1) que o banco depositário em Estados Unidos tivera um patrimônio não inferior a 1 mil milhões de dólares; 2) que os ADRs representassem ações de um aumento de capital na empresa chilena, e 3) que o valor prévio de mercado das ações da emissora chilena não fosse inferior a 100 milhões de dólares e que se registrassem em circulação, pelo menos 2.5 milhões de ações possuídas por um mínimo de 5 mil acionistas.

Entretanto, desde meados da década de oitenta observa-se um crescimento notável de alguns mercados de valores de países em desenvolvimento e uma considerável flexibilização das normas, no marco de reformas estruturais para economias desregulamentadas e abertas. Durante a década passada, a capitalização dos vinte maiores desses mercados multiplicou-se por sete e o número de empresas registradas duplicou-se. O valor das transações cresceu muito mais: comparado com princípios de 1991, esse indicador avançou 39 vezes: com respeito ao PIB, a capitalização passou de 6% em 1980, a 32% a finais da década (IFC, 1991).

Em 1991, 39.45% das empresas registradas nas bolsas de valores, de todo o mundo, estavam cotizadas em mercados emergentes⁴⁹, das quais 5.8% na América Latina⁵⁰. O nível da capitalização mundial em 1991, explicou-se em 1.8% pelos mercados latino-americanos e 5.6% pelo conjunto dos mercados emergentes. Do total das transações bursáteis globais nesse mesmo ano, 89.4% efetuou-se em mercados desenvolvidos e somente 0.1% na América Latina. Então, o que se destaca não é o lugar que ocupam os mercados emergentes no mundo, senão seu recente

Segundo definição do Banco Mundial que considera emergentes os mercados bursáteis de todos os países em desenvolvimento. Nesta classificação entram as nações com menos de US\$ 7.620 de 1990. Na literatura, em certas ocasiões fala-se de mercados emergentes para referir-se aos que se encontram em recente e marcante processo de crescimento, aumentando em porte ou grau de sofisticação.

Excluindo-se a Índia que tem um número anormalmente alto de empresas comparado com o valor das transações e o nível de capitalização, o percentual da América Latina eleva-se a 7.4%.

crescimento.

As razões desse comportamento decorrem da adoção de políticas mais direcionadas ao mercado de vários países em desenvolvimento, a anulação da restrição ao investimento estrangeiro nos setores de serviços financeiros, as políticas de privatização de grandes - onde existiam - empresas estatais e o surgimento de espaços totalmente novos no mercado internacional de capitais, tais como as nações do leste europeu e China.

Para apreciar o dinamismo dos mercados emergentes, e principalmente o dos latino-americanos, é necessário analisar a velocidade com que vêm ganhando espaço no cenário internacional. Entre 1984 e 1991, a capitalização dos mercados latino-americanos aumentou 442%, sendo notáveis os crescimentos do México (4363%), Argentina (1441.7%) e Chile (1233.3%), seguidos da Venezuela (918.2%) e Jamaica (900%). Brasil, que explicou 20.7% do total capitalizado pela região, cresceu um modesto 47% no período. Na Colômbia, o valor total das ações cresceu 400%, porém representou apenas 2% do total latino-americano. Dos países latino-americanos restantes, somente Peru mostrou algum crescimento destacável (175%), com uma participação inferior ao meio ponto percentual.

Em 1992, México, juntamente com Coréia e Tailândia, considerados mercados emergentes, estiveram entre os quinze maiores do mundo.

A participação da América Latina, no conjunto dos mercados, pode melhorar devido à relativa desaceleração da expansão dos países asiáticos e aos avanços na quantidade e qualidade da informação disponível, principalmente da fornecida pela Corporação Financeira Internacional IPC, do Banco Mundial. A consolidação destes mercados como opção para os inversionistas a médio prazo depende, crucialmente, das perspectivas macroeconômicas dos países, em muitos casos ainda ensombrecidas pela carga da dívida externa, as pressões inflacionárias e manutenção do equilíbrio fiscal a longo prazo. Isto é ainda mais importante à medida que a recessão, em alguns países industriais, for cedendo, facilitando a recuperação das taxas de juros externas.

Não há que desconhecer as dificuldades que podem experimentar alguns destes mercados frente a circunstâncias externas mutáveis - que não estão sob seu controle -, ou devidas às deficiências da informação e incapacidade dos inversionistas para discriminar os riscos de cada um dos países. América Latina viveu vários momentos de nervosismo do mercado, relacionados com a difusão de uma reação frente a um mercado específico⁵¹.

Em junho de 1992, a incerteza sobre a viabilidade do Tratado de Livre Comércio na América do Norte (o efeito "Perot") influuiu, entre outras razões, na maior queda, em cinco anos, do índice da Bolsa Mexicana de Valores, BMV. Somente em um mês, a Bolsa caiu 15%, após ter crescido 40% durante os primeiros quatro meses do ano. Parte dessa

Há três formas de canalizar recursos do exterior ao mercado de valores domésticos: colocações diretas, investimentos realizados através de fundos especializados e compra de ações do país anfitrião cotizadas em bolsas de valores de países industrializados.

Na América Latina foram conformados vários Fundos-país, administrados por especialistas. Estes fundos são fechados ou abertos, dependendo da facilidade de retiro dos inversionistas e são de colocação pública ou privada, dependendo se os direitos de participação estão cotizados num grande mercado externo de valores ou se os recursos são diretamente aplicados por inversionistas institucionais⁵².

Passada a crise da dívida, surgiram quatro fundos - Brasil em 1988-1989. Em 1989-1990, a expansão dos fundos na América Latina foi

queda foi atribuída também aos excessivos lucros prévios que prognosticavam tal ajuste. Ao final do primeiro semestre, as perdas bursáteis em Wall Street e Tóquio repercutiram numa nova queda da BMV. A redução do preço das ações da TELMEX, que explicavam 30% do índice da Bolsa, devida a rumores sobre uma superestimativa dos lucros e do crescimento da empresa, afetou em 3.6% o barômetro das ações mexicanas. A caída que seguiu no mercado de valores argentino, foi atribuída a um efeito de contágio, produto da assimilação que fizeram os inversionistas de todos os mercados latino-americanos.

O primeiro fundo de investimento estrangeiro latino-americano foi lançado em Nova Iorque em 1981, para atrair recursos ao México, por US\$ 150 milhões. Sucedeu a crise da dívida e somente seis anos após, voltaram a surgir fundos como esse.

notável, especialmente no Chile (com dez fundos), onde esta tem sido a principal modalidade de financiamento estrangeiro.

No México criaram-se três fundos nesse biênio. Há também fundos regionais para América Latina e fundos globais para mercados emergentes que aplicam em títulos latino-americanos⁵³. A finais de 1993, haviam quarenta fundos externos que operavam com carteiras regionais e vinte com valores de países específicos. Os rendimentos variam muito, dependendo das flutuações das bolsas de valores. Como ilustração, em março de 1993 a melhor rentabilidade foi oferecida pelo México, com 7%; seis meses mais tarde esse país arrojou uma perda de 4,6% (CEPAL, 1994).

A desregulamentação explica parcialmente a afluência de capital estrangeiro de carteira ao México. Num país onde ainda existem setores reservados aos mexicanos, projetaram uma forma para permitir o investimento de estrangeiros em ações das denominadas séries A, exclusivas para nacionais. O Regulamento da Lei para promover o investimento estrangeiro⁵⁴ autorizou fideicomissos para a aquisição das ações representadas em Certificados de Participação

Não estão incluídos aqui os fundos para conversão da dívida externa de países como Chile, Argentina e Venezuela, posto que não aportam recursos frescos de financiamento.

Diário Oficial da Federação, México D.F., 16 de maio de 1989.

Ordinária, que não davam direito a voto nem computavam para o cálculo da participação estrangeira no capital social dos emissores. Entre outubro de 1989 e setembro de 1990, entraram US\$ 583 milhões através do fideicomisso do NAFIN, um banco estatal.

Em ações de livre investimento, série B, o investimento estrangeiro no México, em 1992, foi calculado entre 2 e 3 mil milhões de dólares que representavam entre 5 e 8% da capitalização do mercado.

Chile recorreu à terceira modalidade de investimento de carteira mencionada acima, conseguindo que os inversionistas estrangeiros comprassem ações de empresas chilenas cotizadas nas bolsas de valores de países industrializados, utilizando para isso os ADRs. As colocações realizadas pela Companhia Telefônica do Chile na Bolsa de Valores de Nova Iorque, entre 1990 e 1991, lhe permitiram obter US\$ 106.8 milhões e foi o produto de emissões primárias, diferentes às operações com ADRs realizadas por empresas mexicanas nesses anos (CEPAL, 1992, p. 31).

Em 1992, as emissões das empresas latino-americanas totalizaram 4.400 milhões de dólares, equivalente a 7% do financiamento externo total da região. Nos dez primeiros meses de 1993, os ADR e GDR colocados por entidades da América Latina totalizaram 3.300 milhões

de dólares. Entre 1992 e 1993, empresas do Brasil, Colômbia e Venezuela incorporaram-se neste mercado (CEPAL, 1994).

Existem argumentos a favor e contra o investimento de carteira como fonte de financiamento. Os que fazem objeção a esta modalidade consideram que, sendo de alta rentabilidade o pré-requisito da afluência de capitais, em breve prazo o aporte líquido pode tornar-se negativo. Os que a defendem aduzem que, tratando-se de aportes de capital, os inversionistas não retirarão seus fundos porque a rentabilidade cairia. Isto, entretanto, não impedirá um retiro em massa frente a uma deterioração das condições gerais da economia.

Sobre o pagamento de dividendos, dizem que o investimento estrangeiro é melhor que o endividamento já que os fluxos, originados na sua operação, atuam de maneira pró-cíclica. Falta maior evidência empírica para dar-lhe - ou retirar-lhe - fortaleza a este argumento.

V. Perspectivas da afluência de capitais à América Latina.

As causas, da recente afluência de capitais à América Latina, têm sido tanto de origem externa quanto interna. A queda das taxas internacionais de juros produziu, parcialmente, um refluxo do capital

que tinha saído durante a década de oitenta. Cálculos aproximados estimam que os recursos de latino-americanos depositados no exterior, somam entre 200 e 300 mil milhões de dólares (Kuczynski, 1992). A desregulamentação da economia, a abertura comercial e de capitais, e os programas de privatização empreendidos pelas nações latino-americanas, desde finais da década de oitenta, são as razões de origem interna que explicam os maiores fluxos de capitais desde 1989.

Em três anos somente, o saldo da conta de capitais da região quadruplicou, passando de US\$ 9.900 milhões em 1989, a US\$ 21.5 mil milhões em 1990, e a US\$ 39.3 mil milhões em 1991. O balanço da conta de capital do México, explicou o valor de 1990 em mais de 40%, e de 1991 para adiante aproximadamente 50%.

Em vários países latino-americanos⁵⁵, a repentina entrada de capital traduziu-se numa importante acumulação de reservas internacionais que desestabiliza as economias. As autoridades monetárias, que não têm a política fiscal sob seu controle, seguiram, em todos os casos, uma seqüência parecida; restringem a política monetária, o qual leva a uma elevação das taxas de juros e, conseqüentemente, dado o fortalecimento das moedas locais, geram-se altos rendimentos em

Principalmente na Argentina, Chile, México, Colômbia e Peru.

dólares, o qual, por sua vez, atrai mais capitais estrangeiros.

A estabilidade da afluência de capitais, no futuro, depende de fatores externos e internos. Pode haver reversão dos fluxos de capital - como ocorreu desde finais da década de setenta até meados da seguinte década - se aumentam as taxas de juros internacionais, se as políticas fiscais restritivas entorpecem a reconversão produtiva, tornando insustentável a taxa de câmbio, e se os novos recursos externos não são aplicados em projetos de investimento e em melhoramentos das condições de vida da população.

Uma situação de instabilidade política e social, num cenário de recuperação da economia mundial, poderá produzir uma súbita retirada de fundos da América Latina. O efeito, sobre o nível das reservas internacionais, dependerá da balança comercial, se esta anula, ou não, o descenso de capitais, graças a uma reanimação da demanda externa resultante do melhor desempenho dos países industriais e de uma elevação dos, até 1993, deprimidos termos de intercâmbio.

Alguns países poderão, apesar de tudo, manter seu acesso ao financiamento privado externo. As reformas estruturais e a estabilização consolidaram-se em várias nações. Um adequado manejo macroeconômico, das perturbações que possa causar o refluxo de

Tabela 6
AMERICA LATINA E O CARIBE MOVIMENTO INTERNACIONAL
DE CAPITAIS ALGUNS INDICADORES

	1983				
	1989	1990	1991	1992	1993
Movimento líquido de capitais (Milhões de dólares)	8424	21576	39356	61973	54605
Transferência líquida de recursos Porcentagem do PIB	-3.7	-1.2	0.9	2.7	1.9
Movimento líquido por tipo de transação (como porcentagem do total)	100	100	100	100	100
Capital de longo prazo	123	18	86	70	-
Investimento Externo Direito	55	30	28	31	-
Investimento de carteira	6	86	38	23	-
Empréstimos	62	-98	19	13	-
Capital de curto prazo	-26	58	11	29	-
Doações	19	15	7	6	-
Erros e omissões	-16	9	-4	-5	-
Investimento externo direito (Milhões de pesos)	4663	6522	10898	14087	-

Fonte: Cepal, América Latina y el Caribe; Políticas para mejorar la inserción en América Latina, 1994.

capitais, de curto prazo ou de origem especulativa, poderá manter essas vantagens. Em 1993, a transferência líquida de recursos descendeu 0.8% do PIB regional, com respeito a 1992, mantendo-se porém positiva em 1.9%. Em 1992, os fluxos de investimento estrangeiro direto somaram 14 mil milhões de dólares e representaram 31% do total do financiamento externo da América Latina e os recursos de capital a longo prazo somaram 70% (Tabela 6). De alguma maneira, as nações mais endividadas da América Latina conseguiram reconstruir seu crédito internacional. Impõe-se uma grande prudência na gestão da política econômica para consolidar estes lucros. A atividade financeira internacional permite esperar uma contínua oferta de produtos financeiros novos e em quantidades consideráveis, porém, não deve ser esquecido o fato de que surgiram novos mercados, muito dinâmicos, como China e algumas nações do leste europeu que, juntamente aos já estabelecidos da Ásia, concorrem com a região pelos recursos de financiamento, principalmente os de médio e longo prazo.

BIBLIOGRAFIA

Adams, C. y J. Greenwood, "Dual exchange rate systems and capital controls: an investigation", Journal of International Economics, 18:1/2, fevereiro de 1985.

Agarwal, J. "Factor Proportions in foreign and Domestic Firms in Indian Manufacturing", Economic Journal, 86, 1976.

Agoda, T. y Kindleberger, C. P., (eds.) Multinationals from Small Countries, Cambridge Mass.: MIT Press, 1978.

Akerlof, G., "The Market for Lemons", Quarterly Journal of Economics, 92, 1977.

Aliber, R., "A Theory of Direct Investment", em Kindleberger, C. P., (ed.), The International Corporation, MIT Press, Cambridge, 1970.

Arrighi, G., Geometría del imperialismo, México, Siglo XXI Eds., 1978.

Balasubramanyam, V.N., "Factor Proportions and Productive Efficiency of Foreign Owned Firms in the Indonesian Manufacturing Sector", Bulletin of Indonesian Economic Studies, 20, 1984.

Banco Central de la República Argentina, "Determinantes de los

movimientos de capitales hacia América Latina", Boletín del CEMLA, julho- agosto de 1992.

Bank for International Settlements, Annual Report, Basilea, vários anos.

Bank for International Settlements, Survey of Foreign Exchange Market Activity, fevereiro de 1990.

Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, " International Banking and Financial Market Developments", Basilea, , vários números 1992-93.

Baran, P. e P. Sweezy, (1966) El capital monopolista , Ensayo sobre el orden económico y social de Estados Unidos, 5a ed., México, 1972.

Basle Committee on Banking Supervision, "Risks in computer and telecommunication systems", julho de 1989.

Basle Committee on Banking Supervision, "Information flows between banking supervisory authorities", 1990.

Benzie, R., " The Development of the International Bond Market", Bank for International Settlements, Economic Papers, No. 32, janeiro de 1992.

Bird, G., "Loan - Loss Provisions and Third - World Debt", Princeton University, International Finance Section, Essays in International Finance, No 176, novembro de 1989.

Bitar, S., "La política de inversión extranjera de Estados Unidos", Comercio Exterior, Vol. 36 (10), México, outubro, 1982.

Bryant, R. et. alli. (eds), Macroeconomic Policies in an Interdependent World, International Monetary Fund, The Brookings Institution, Centre for Economic Policy Research, 1989.

Buckley, P.J. e Casson, M.C., The Future of the Multinational Enterprise, Londres, MacMillan, 1976.

Buckley, P. J. e Casson, M.C., Economic Theory of the Multinational Enterprise: Selected Papers, Londres, MacMillan, 1985.

Buckley, P. J. y M. C. Casson, The Future of Multinational Enterprise, Londres, The MacMillan Press, 1976.

Cabrera, M., "Notas sobre la estrategia colombiana de endeudamiento externo en el mercado voluntario de capitales", Debates de coyuntura Económica, No 6, Bogotá, 1987.

Calvo, G., "Controlling inflation: the problem of non - indexed debt", Fondo Monetario Internacional, Washington, marco de 1988 (Working

Paper 88-29).

Cárdenas, M. y Garay, L. J., Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina, Tercer Mundo Editores- Fedesarrollo-Fescol, SantaFé de Bogotá, 1993.

Casar, J., "An Evaluation of Foreign Direct Investment Policy in Mexico", ILET, datilografado, 1988.

Casson , M. C. et. alli., Multinational and World Trade : Vertical Integration and the Division of Labour in World Industries, Londres, Allen & Unwin, 1986.

Casson. M. e Pearce, R. D., "Multinational Enterprises", em Gemmell, N. (ed.) Surveys in Development Economics, Nova Iorque, Basil Blackwell, 1989.

Caves, R., "Causes of Direct Investment: Foreign Firms' Shares in Canadian and United Kingdom Manufacturing Industries", Review of Economics and Statistics, 56, agosto, 1974.

Caves, R., "Exchange-Rate Movements and Foreign Investment in the United States", Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper Series No 1383, maio de 1988.

Caves, R., "Income and Labour Relations", em Moran. T. H., (ed.), Multinational Corporations : The Political Economy of Foreign Direct Investment, Lexington, Mass, Lexington Books, 1985.

Caves, R., "Internationals Corporations: the Industrial Economics of Foreign Investment", Economica, 1971.

Caves, R., Multinational Enterprises and Economic Analysis, Cambridge U.P., 1982

CEPAL, "El regreso de países latinoamericanos al mercado internacional de capitales privados: una nota preliminar", LC/ R991, abril de 1991.

CEPAL, Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial, Santiago de Chile, 1994.

Coase, R. H., "The Nature of the Firm", Economica, 4, novembro, 1937.

Cohen, B. I., "Comparative Behaviour of Foreign and Domestic Export Firms in a Developing Economy ", Review of Economics and Statistics, 55, 1973.

Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices, "International Convergence on Capital Measurement and Capital Standards", Basilea, julho de 1988.

Chen, E. K., "Factor Proportions of Foreign and Local Firms in Developing Countries: a Theoretical and Empirical Note ", Journal of Development Economics, 12, 1983.

Delapierre, M. e Michalet C. A., "Vers un changement des structures des multinationales: le principe d'internalisation en question", Révue d'Economie Industrielle, No 47, 1er Trimestre, 1989, pp 27-43.

Dunley, J. e D. Seiver, "Foreign Finance: Wealth Effects and Economic Development" ,Applied Economics, 19: 4, abril de 1987.

Dunning, J., "The Determinants of International Production", Oxford Economic Papers, 25, Novembro, 1973.

Dunning, J., "Trade, Location of Economic Activity and the Multinational Enterprise: Search for an Eclectic Approach", em Ohlin, B. et. alli. (eds), The International Allocation of Economic Activity. Proceedings of a Nobel Symposium held at Sockholm, MacMillan Press, 1977.

Dunning, J.H., International Production and the Multinational Enterprise, Londres, Allen and Unwin, 1981.

Edwards, S., "Reformas estructurales y apertura en los países en desarrollo: el problema de la secuencia y la velocidad", en ASOBANCARIA, Apertura Económica y Sistema financiero, Bogotá, 1990,

pp 318-347.

El- Erian, M., "Financiamiento voluntario para América Latina", Finanzas y Desarrollo, marco de 1992.

Evans, P.B., "Direct Investment and Industrial Concentration", Journal of Development Studies, 13, 1977.

Fagre ,N. e Wells, L. T. "Bargaining Power of Multinationals and Host Governments", Journal of International Business Studies, 1982.

Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, vários números.

Fritsch, W. e G. Franco, "Investimento Direto: Teoria e Evidencia Empírica", Departamento de Economia, PUCRJ, janeiro de 1988.

Froot, K. e Stein, J., "Exchange Rates and Foreign Direct Investment: an Imperfect Capital Markets Approach", NBER Working Paper No 2914, Cambridge Massachussetts: National Bureau of Economic Research, marco 1989.

Goldsbrough, D., "The role of foreign direct investment in the external adjustment process", IMF Staff Papers, dezembro de 1979.

Goodhart, C., "The foreign exchange market: a random walk with a

dragging anchor", Economica, 1988.

Graham, E. M., "Transatlantic Investment by MN Firms: a Rivalistic Phenomenon?", Journal of Post-Keynesian Economics, 1, 1978.

Graham, E. M., "Oligopolistic Imitation and European Investment in the United States", Tese de Doutorado, Harvard Business School, 1974.

Grupo dos Trinta, "Foreign Direct Investment, 1973-1987, A Survey of International Co.", Nova Iorque, 1984.

Hamado, H., "Economic Growth and Long Term International Capital Movements", Yale Economic Essays, 1965.

Helleiner, G. K., "Intra-firm trade and the developing countries", Journal of development Economics, 6, 1979.

Helleiner, G.K., Intra-firm Trade and the Developing Countries, Londres, MacMillan, 1981.

Helleiner, G. K., "Manufacturing for Export, Multinational Firms and Economic Development", World Development, 1, 1973.

Hill, H. e B. Johns, "The Role of Direct Foreign Investment in Developing East Asian Countries", Weltwirtschaftliches Archiv, 121, 1985.

Hirsch, S., "An International Trade and Investment Theory of the Firm", Oxford Economic Papers, 28, Julho, 1976.

Hirsch, S., "Capital and Technology Confronting the Neo-factor Proportions and Neo-technology Accounts of International Trade", Welt Wirtschaftliches Archive, 110, No 4, 1974.

Hobson, J. A. (1902). Imperialism. A Study. Londres, Allen & Unwin.

Hommes, R., "Discurso de instalación del XIII Simposio sobre mercado de capitales" em Martínez, A., (ed), Apertura: dos años después. ASOEANCARIA, SantaFé de Bogotá, 1992.

Horst, T., American Exports and Foreign Direct Investment. Harvard University of Economic Research Discussion Papers, 362, Maio, 1974.

Horst, T., "Firm and Industry Determinants of the Decision to Invest Abroad: An Empirical Study", Review of Economics and Statistics, 54, agosto, 1972.

Hufbauer, G. C., "The Impact of National Characteristics and Technology on the Commodity Composition of Trade in Manufactured Goods", em Vernon, R., (ed.), The Technology Factor in International Trade, Nova Iorque, Columbia U. P., 1970 .

Hymer, Stephen H., La compañía Multinacional. Un enfoque radical, H.

Blume Ediciones, Madrid, 1982.

Hymer, Stephen H., "The International Operations of National Firms : A study in Direct Foreign Investment", Tese de Duotorado, MIT, Cambridge, 1960.

IFC, Emerging stock markets. Factbook, Internacional Finance Corporation, World Bank, Washington, números de 1991, 1992 e 1993, abril de 1991, maio de 1992 y junho de 1993.

ILO, International Labour Office, Employment Incomes and Equality. A Strategy for Increasing Productive Employment in Kenya, Ginebra, 1972.

IMF, International Monetary Fund, Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows, Research Department of the IMF , Occasional Paper No 77, Washington, 1991.

IMF, World Economic Outlook, Washington, outubro de 1993.

Jansson,H., Interfirm Linkages in a Developing Economy. The Case of Swedish Firms in India, Acta Universitatis Upsallensis. Studia Oeconomiae Negotiorum 14, Upsala, 1982.

Jenkins, R. "The export performance of multinational corporations in

Mexican industry", Journal of Development Studies, 15, 1977.

Johnson, Harry, "The Efficiency and Welfare Implications of the International Corporation" em Kindleberger, C. P., (ed.), The International Corporation, Cambridge, Mass., MIT Press, 1970.

Kapoor, A., Planning for International Business Negotiations, Cambridge Mass: Ballinger, 1975.

Kapstein , E., "Supervising international banks: Origins and implications of the Basle Accord", Princeton University, International Finance Section, Essays in International Finance, No 185, dezembro de 1991.

Kindleberger, C. P., American Business Abroad: Six Lectures on Direct Investment. New Haven, Yale, University Press, 1969.

Knickerbocker, P. T., Oligopolistic Reaction and the Multinational Enterprise, Cambridge Mass, Harvard University Press, 1973.

Kojima, K., "A Macro-economic Approach to Foreign Direct Investment", Hitotsubashi Journal of Economics 14, 1973.

Kojima, K., Direct Foreign Investment- A Japanese Model of Multinational Business Operations. Londres: Croom Helm, 1978.

Kojima , K., "Japanese and American Direct Investment in Asia: a Comparative Analysis", Hitotsubashi Journal of Economics, 26, 1985.

Kuczynski, Pedro- Pablo, "International capital flows to Latin-America: What is the promise?", documento preparado para a Conferencia anual sobre el desarrollo económico do Banco Mundial, Washington, abril 30- maio 1o de 1992, datilografado.

Kuhn, Thomas, (1962), La estructura de las revoluciones científicas, México, FCE, 1971.

Krugman, P. e M. Obstfeld, International Economics. Theory and Policy, 2. ed., Harper Collins Publishers, Nova Iorque, 1991.

Lahera, Eugenio, "Las empresas transnacionales y América Latina: situación actual y perspectivas frente a la crisis", Documento CEPAL, Santiago de Chile, agosto, 1984.

Lall, S., e Mohammad, S., "Foreign Ownership and Export Performance in the Large Corporate Sector of India", Journal of Development Studies, 20, 1983.

Lall, S., "Transfer -pricing by Multinational Manufacturing Firms", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 35, 1973.

Lall, S., "Transfer Pricing by Multinational Manufacturing Firms",

Oxford Bulletin of Economics and Statistics 35, agosto, 1973.

Lall, S., "Multinationals and Market structure in an Open Developing Economy : the Case of Malaysia", Weltwirtschaftliches Archiv, 115, 1979.

Lall, S., "The pattern of Intra-firm Exports by U. S. Multinationals". Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 42, 1980.

Lall, S., "India", em Dunning, J. H., Multinationals Enterprises, Economic Structure and International Competitiveness, Chichester, John Wiley, 1986.

Lecraw, D. J., "Some Evidence on Transfer Pricing by Multinational Corporations", em Rugman, A. M. e Eden L. (eds.) Multinationals and Transfer Pricing, Londres, Croom Helm, 1985.

Lecraw, D.J., "Performance of Transnational Corporations in Less Developed Countries", Journal of International Business Studies, 14, 1983.

Lecraw, D. J., "Bargaining Power, Ownership, and Profitability of Transnational Corporations in Developing Countries", Journal of International Business Studies, 15, 1984.

Lee, C. H., "International Production of the United States and Japan in

Korean Manufacturing Industries: a Comparative Study", Hitotsubashi Journal of Economics, 20, 1980.

Lenin, V. I., "El imperialismo: fase superior del capitalismo" em Obras Escogidas en tres tomos, Moscú, Progreso, 1966.

Lessard, D. R., "Transfer Prices, Taxes, and Financial Markets: Implications of Internal Financial Transfers within the Multinational Corporation" em Hawkins, R. C., (ed.) Research in international Business and finance, vol. 1: The economic Effects of Multinational Corporations, JAI Press, Connecticut, 1979, pp 101-135.

Lim, D., "Fiscal Incentives and Direct Foreign Investment in less Developed Countries", Journal of Developed Studies, 19, 1983.

Lim, D. e E. F. Pang, "Vertical Linkages and Multinational Enterprises in Developing Countries", World Development, 10, 1982.

Lim, D., "Capital Utilization of Local and Foreign Establishments in Malaysian Manufacturing", Review of Economics and Statistics, 58, 1976.

Lipietz, A., Mirages et Miracles, 1986.

Lipsey, R. E., Kravis, I. B. e R. A. Roldan, "Do multinational firms adapt factor proportions to relative factor prices?" em A. O. Krueger (ed.),

Trade and Employment in Developing Countries, vol. 2 Chicago: University of Chicago Press, 1982.

Lizondo, J. S., "Foreign Direct Investment" en IMF, Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows. Research Department of the IMF, Occasional Paper No 77, Washington, 1991, pp 68-80.

Long, F., Restrictive Business Practices, Transnational Corporations and Development, A Survey, Boston : Martinus Nijhoff, 1981.

Lora, E., "Reservas internacionales y política monetaria en Colombia", Coyuntura Económica, Bogotá, dezembro de 1991.

Lucas, R., "Why doesn't capital flow from rich to poor countries?" American Economic Review, Papers and Proceedings, vol. 80, No 2, maio de 1990, pp 92-96.

MacDougall, G. A.D., "Costos y beneficios de la inversión privada extranjera", em Bhagwati, Jagdish (ed.), Comercio Exterior, Tecnos, Madrid, 1960.

Magee, S.P., "Technology and the Appropriability Theory of the Multinational Corporation", em Bhagwati, J. (ed.), The New International Economic Order, Cambridge, 1976.

Marquardt, J., "Financial Market Supervision: some Conceptual Issues", Bank for International Settlements, Economic Papers, No 19, maio de 1987.

Martínez, A. e E. Martínez, "La inversión extranjera en América Latina : Evolución reciente y legislación comparada", Debates de coyuntura internacional, FESCOL, Bogotá, 1988.

McKinnon, R., Money in International Exchange, Nueva Iorque, Oxford University Press, 1979.

Meller, P. e A. Mizala, "US Multinationals and Latin American Manufacturing Employment Absorption", World Development, 1982.

Morgenstern, R. D., e R. E. Muller, "Multinational versus local corporations in LDCs: an economic analysis of export performance in Latin America", Southern Economic Journal, 1976.

Morley, S. A. e G. W. Smith, "Limited Search and the Tecnology Choices of Multinational Firms in Brazil", Quarterly Journal of Economics, 1977.

Mundell, R. A., "International Trade and Factor Mobility", American Economic Review 47, junho, 1957.

Naciones Unidas, "Informe sobre la inversión en el mundo. Las empresas

transnacionales como motores de crecimiento", Nova Iorque, junho de 1992.

Naim, M., "Por qué una empresa invierte en otro país?", Trimestre Económico, No 210, México, 1986.

Nakajo, S., "Japanese Direct Investment in Asian Newly Industrializing Countries and Intra- firm Division of Labour ", The Developing Economies, 18, 1980.

Natke, P. A., "A Comparison of Import Pricing by Foreign and Domestic Firms in Brazil", em Rugman, A. M. Rugman e L. Eden (eds.), Multinationals and Transfer Pricing, Londres: Croom Helm, 1985.

Newfarmer, R. S. e L. C. Marsh, "Foreign Ownership, Market Structure and Industrial Performance", Journal of Development Economics, 8, 1981.

Ohlin, B., (1933), Comercio Interregional e internacional. Oikos- Tau, Barcelona, 1971.

Oman, C., "New Forms of Direct Investments in Developing Countries", em Moran, T. H., Investment Development: New Roles for Private Capital?, New Brunsnick y Oxford, Transaction Books, 1986.

Organization for Economic Cooperation and Development, "Investment Incentives and Desincentives. Effects on International Direct

Investment". Paris, 1989.

Parry, T.G., "The Multinational Enterprise and Two- stage Technology Transfer to Developing Nations ", em R. G. Hawkins e A. J. Prasad, (eds), Research in International Business and Finance, vol.2: Technology Transfer and Economic Development, Greenwich, Conn.: JAI Press, 1981.

Paus, E., "Direct Foreign Investment and Economic Development in Latin America: Perspectives for the Future", Journal of Latin American Studies, Cambridge U. P. ,vol. 21, Parte 2, maio, 1989.

Philip, G., "The Limitations of Bargaining Theory : a Case Study of the International Petroleum Company in Peru", World Development 4, 1976.

Plasschaert, S. R. F., "Transfer Pricing Problems in Developing Countries ", em A. M. Rugman e L. Eden (eds.), Multinationals and Transfer Pricing, Londres: Croom Helm, 1985.

Polanyi, K.,(1944), La gran transformación, Juan Pablos Editor, 1975.

Poynter, T. A., "Government Intervention in Less Developed Countries : the Experience of Multinational Companies", Journal of International Business Studies, 13, 1982.

Reidel, J., "The Nature and Determinants of Export - oriented Direct

Foreign Investment in a Developing Country: a Case Study of Taiwan,
Weltwirtschaftliches Archiv, 111, 1975.

Reuber, G. L. et. alli., Private Foreign Investment in Development,
Oxford: Claredon Press, 1973.

Rojas - Suárez, L., "Risk and capital flight in developing countries",
Washington, International Monetary Fund, 1990 (WP/90/ 64, julho).

Rugman, A., Inside the Multinationals, Croom & Helm, Londres, 1981.

Schinasel, G. y M. Hargraves, "Boom and Bust in asset markets in the
1980s: causes and consequences", em: IMF, Staff Studies for the
economic outlook, Washington, dezembro de 1993.

Schumpeter, J., (1919), Imperialismo y clases sociales, Madrid , Tecnos,
1965.

Serven, L. y A. Solimano, "Private Investment and macroeconomic
adjustment. A survey", The World Bank Research Observer, vol. 7, No 1,
pp 95 -114, janeiro de 1992.

Steiner, R., (comp.), Afluencia de capitales y estabilización en América
Latina, Fedesarrollo- Tercer Mundo editores, SantaFé de Bogotá,
1994.

Stoeber, W. A., "Renegotiations : the Cutting Edge of Relations between MNCs and LDCs", Columbia Journal of World Business, 14, 1979.

Strachey, J., (1959), El fin del imperio, FCE, México, 1962.

Sutcliffe, B., (1972), "Conclusion" em Owen y B. Sutcliffe, (comps), Estudios sobre la teoría del imperialismo, Era, México, 1978.

Thee, K. W. "Japanese Direct Investment in Indonesian Manufacturing ", Bulletin of Indonesian Economic Studies, 20, 1984.

Tornell, A., "Real vs. financial investment: Can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion?", Journal of Development Economics, 32: 2, abril de 1990.

Turner, P., "Capital Flows in the 1980s : a Survey of Major Trends, Bank for International Settlements, Economic Papers, No 30, abril de 1991.

UNCTAD, Restrictive Business Practices: Interim Report by the UNCTAD Secretariat, Nova Iorque: Naciones Unidas, 1971.

UNCTC, Main Features and Trends in Petroleum and Mining Agreements, Nova Iorque, 1983a.

UNCTC, Management Contracts in Developing Countries: an Analysis of their Substantive Provisions, Nova Iorque, 1983b.

UNCTC, Transnational Corporations in World Development: Third Survey, Nova Iorque, 1983c.

UNCTC, Transnational Corporations in World Development: Trends and Prospects, Nova Iorque, 1988.

UNCTC, United Nations Center on Transnational Corporations, "Transnational Corporations and International Economics Relations 1991: The Triad in Foreign Direct Investment. Implications for Developing Countries", Draft not for quotation, Nova Iorque, 1991.

Unidad Conjunta CEPAL/CET, "Las empresas transnacionales y la inversión extranjera directa en la primera mitad de los años ochenta, contribución al 4o estudio sobre las empresas transnacionales en el desarrollo mundial", Santiago do Chile, 6 de abril de 1987.

United Nations, "Transnational Corporations from Developing Countries. Impact on their Home Countries", Transnational Corporations and Managment Division. Department of Economic and Social Development, Nova Iorque, 1993.

Uruma, S., "Reforma financiera en Japón", Monetaria, CEMLA, vol.XVI, No 2, abril- junho de 1993.

Vaitsos, C.V., "Income Distribution and Welfare Considerations ", Em J.H. Dunning (ed.), Economic Analysis and the Multinational Enterprise.

Londres: Allen and Unwin, 1974.

Vernon, R., (1966), "La inversión internacional y el comercio internacional en el ciclo de productos", em Rosenberg, Nathan, (comp.), Economía del cambio tecnológico, Lecturas FCE, 1979, pp408-427.

Vernon, R., "The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 41, 1979.

Weber, Max, (1922), Sobre la teoría de las ciencias sociales, Barcelona, Península, 1974.

Wells, L. T., "Test of a Product Cycle Model of International Trade", Quarterly Journal of Economics, 1969.

Wells, L. T., Third World Multinationals: the Rise of Foreign Investment from Developing Countries, Cambridge Mass, Harvard University Press, 1983.

Willmore, L., "Direct foreign investment in Central American manufacturing", World Development, 4, 1976.

World Bank, "Financial Flows and the developing countries" A World Bank Quarterly, fevereiro de 1994.