



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

Suzany Komoda

**O financiamento externo da economia brasileira e seus desafios:
Os fluxos de Investimento Direto em uma perspectiva comparada**

**Campinas
2012**

Suzany Komoda

**O financiamento externo da economia brasileira e seus desafios:
Os fluxos de Investimento Direto em uma perspectiva comparada**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Graduação do Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do
Prof. Dr. André Martins Biancareli.

**Campinas
2012**

Campinas
2012

KOMODA, Suzany. O financiamento externo da economia brasileira e seus desafios: Os fluxos de Investimento Direto em uma perspectiva comparada. 2012. 52 folhas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

RESUMO

Ao longo da história do Brasil, inúmeras vezes as restrições oriundas do Balanço de Pagamentos estiveram no cerne das questões econômicas. Tal atenção se deve ao fato de que, recorrentemente, déficits em Transações Correntes seguidos de dificuldades para seu financiamento resultaram no comprometimento do crescimento e de mudanças estruturais. No cenário pós-crise internacional de 2008, o Brasil se deparou com crescentes déficits correntes financiados graças aos elevados volumes de Investimento Direto e, em menor medida, de Investimento em Carteira. À primeira vista, tal composição parece segura devido à característica de o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) não oscilar tanto quanto os outros investimentos. Mas além da sua participação nos montantes totais de financiamento, é necessário analisar a sua composição e tendências setoriais. Dessa forma, o intuito desse trabalho é avaliar de maneira mais completa a importância do IDE e sua contribuição para a redução (ou não) da vulnerabilidade externa da economia brasileira em um contexto de déficits em transações correntes.

Palavras-Chaves: financiamento externo, Investimento Direto Estrangeiro, Transações Correntes, vulnerabilidade externa.

Lista de figuras

Figura 1 - Ingresso líquido de IDE em % do PIB, 1995 a 2011.....	34
Figura 2 - Total acumulado de transações de Fusão & Aquisição no Brasil, 1994-2012.....	37

Lista de gráficos

Gráfico 1 – Saldo da Balança Comercial e da Conta Corrente do Balanço de Pagamentos em % do PIB, 1990-2000.....	12
Gráfico 2 – Saldo da Conta Corrente e das Contas Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos em % do PIB, 1990-1999.....	14
Gráfico 3 – Conta Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos em % do PIB, 1991-1999.....	17
Gráfico 4 – Saldo da Balança Comercial e da Conta Corrente do Balanço de Pagamentos em % do PIB, 2000-2012.....	29
Gráfico 5 – Saldo da Conta Corrente e das Contas Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos em % do PIB, 2000-2012.....	30
Gráfico 6 – Conta Capital e Financeira em % do PIB, 2000-2012.....	32
Gráfico 7 – Evolução anual do número de transações, 1994 – 2012.....	36
Gráfico 8 – Rendas – Distribuição por tipo de investimento em % do PIB – 1991-2012.....	47
Gráfico 9 – Rendas do Investimento Direto em % do PIB – 1991-2012.....	48

Lista de tabelas

Tabela 1 – Investimento direto estrangeiro composição, (US\$ bi), 1994-2000.....	21
Tabela 2 – Investimento direto estrangeiro – Distribuição por atividade econômica de destino em %, 1990-1995.....	21
Tabela 3 – Investimento direto estrangeiro – Distribuição por atividade econômica de destino em %, 1996-2000.....	22
Tabela 4 – Distribuição do Investimento direto estrangeiro por país de origem dos recursos em %, 1996-1999.....	24
Tabela 5 – Investimento direto estrangeiro – Distribuição por atividade econômica de destino em %, 2001-2006.....	39
Tabela 6 – Investimento direto estrangeiro – Distribuição por atividade econômica de destino em %, 2007-2012.....	40
Tabela 7 – Distribuição do Investimento Direto Estrangeiro por país de origem dos recursos em %, 2001-2006.....	41
Tabela 8 – Distribuição do Investimento direto estrangeiro por país de origem dos recursos em %, 2006-2010.....	42

Sumário

Introdução.....	8
Capítulo I: A década de 1990 e seus aspectos econômicos gerais	11
1.1 A década de 1990 e seus desafios	11
1.2 O Investimento Direto Estrangeiro	18
1.3. A crise e vulnerabilidade externa.	25
Capítulo II: A década de 2000 e seus aspectos econômicos gerais.....	27
2.1 Os desafios após a Crise Cambial de 1999	27
2.2 Investimento estrangeiro	32
Capítulo III: A renda do Investimento Direto.....	43
3.1 Rendas do Investimento	43
3.2 Renda do Investimento Direto.....	45
Conclusão	49
Referências.....	51

Introdução

Ao longo da história do Brasil, inúmeras vezes as restrições oriundas do Balanço de Pagamentos estiveram no cerne das questões econômicas, principalmente nas referentes às questões estruturais de desenvolvimento. Tal atenção se deve ao fato de que, recorrentemente, déficits em conta corrente seguidos de dificuldades para seu financiamento resultaram no comprometimento do crescimento e de mudanças estruturais.

Durante a década de 1990, principalmente nos anos de 1996 a 1999, o Brasil se deparou com um crescente déficit em conta corrente (o ponto mais alto foi -1,74% do PIB em junho de 1996 e o mais baixo -4,82% PIB em julho de 1999)¹. Porém, em contrapartida, houve abundante financiamento externo, interrompido de forma abrupta em alguns episódios – principalmente ao longo do segundo semestre de 1998, que culmina na crise cambial de janeiro do ano seguinte. A política econômica adotada na época acreditava que aqueles déficits seriam temporários e indutores da elevação da competitividade na economia brasileira, e acreditava também na sustentação do financiamento – principalmente o Investimento Direto Estrangeiro (IDE) e Investimento em Carteira. Essa aposta, como se sabe, se revelou equivocada e custosa. (Biancareli, 2003)

Ao longo dos últimos anos, o Brasil tem passado por um momento favorável na economia, porém algumas questões ainda chamam a atenção. Dentre elas, os crescentes déficits correntes, que tiveram início em janeiro de 2008 com -0,15% do PIB e alcançaram -2,05% do PIB em fevereiro de 2011. Déficits esses que interromperam um raro período de superávits correntes (que pelo critério do acumulado em 12 meses, durou de meados de 2003 a 2007). Mas, como mencionado anteriormente, esses saldos negativos não são novidade alguma no cenário econômico brasileiro. Dessa vez, o que parece ser bastante distinto de outros períodos da história são as perspectivas a médio e longo prazo da evolução da conta corrente (por conta das perspectivas de um futuro de muito maior solidez externa, como o processamento/extração de petróleo da camada pré-sal), assim como as condições de seu financiamento.

¹¹ Dados retirados das Séries Temporais do Balanço de Pagamentos, disponíveis no site do Banco Central do Brasil. Representam os resultados no acumulado em 12 meses. Esse critério e fonte valem para todos os outros dados citados ao longo desta introdução.

Levando-se em conta o cenário pós-crise internacional de 2008, podem ser apontados três determinantes do movimento recente de aumento do déficit corrente: o elevado ritmo do crescimento do Brasil em uma conjuntura de fraco dinamismo da economia global, resultando em aumento das importações de bens e serviços e redução dos excedentes exportáveis; perda do dinamismo do comércio internacional, que além de enfraquecer as vendas externas do país, também acirra a disputa por mercados; e por último, a acentuada trajetória da apreciação do câmbio em termos reais e nominais, o que enfraquece a competitividade dos produtos brasileiros. (Biancareli, 2010)

E assim como na década de 1990, o Brasil conta nos dias atuais com altos volumes de financiamento externo, porém dessa vez eles são formados em sua maioria por IDE, cujo volume no terceiro trimestre de 2012 (2,73% do PIB) foi quase sete vezes maior do que o volume de Investimento em Portfólio no mesmo período (0,4% do PIB), que poderia significar uma redução na vulnerabilidade do financiamento externo. Isso porque, teoricamente, o IDE envolve um compromisso de longo prazo com o país hospedeiro, além do aprimoramento tecnológico e da competitividade. Já as categorias Investimentos em Carteira e Outros Investimentos apresentam uma trajetória de muito maior oscilação do que o IDE, pois são sensíveis direta e indiretamente aos patamares e variações nas taxas de juros (externas e internas). Mas, o fato do IDE não oscilar tanto quanto os outros investimentos não o caracteriza incondicionalmente como a solução para o financiamento dos déficits externos. É preciso que se analise de forma mais detalhada sua composição, pois apesar desse tipo de financiamento possuir uma contrapartida direta na produção, ele também aumenta a vulnerabilidade externa na medida em que possui “efeito passivo externo” (e compromisso de remessas de lucros periódicas), especialmente quando esse processo não é acompanhado de uma estratégia de inserção internacional que contemple aumento das receitas em moeda forte, principalmente as exportações.

Assim, acredita-se que para avaliar de maneira mais completa a importância do Investimento Direto e sua contribuição para a redução (ou não) da vulnerabilidade externa da economia brasileira em um contexto de déficits em transações correntes, é necessário analisar não só a participação desse tipo de fluxo nos montantes totais, mas também a sua composição e tendências setoriais. A experiência dos anos 1990 serve como um paralelo histórico bastante ilustrativo desse aspecto.

Falando de forma direta, o questionamento motivador do presente trabalho é: qual a relevância dos altos índices de IDE para a redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira após a crise internacional de 2008?

Em termos mais específicos, como explicitados anteriormente, o objetivo da pesquisa é concentrar as atenções na conta de Investimento Direto, analisando sua evolução recente, sua composição e suas perspectivas. Como objetivos complementares, destacam-se a compreensão desses mesmos movimentos no período de déficits em conta corrente da segunda metade da década de 1990, e um exame geral, nos dois momentos, das tendências globais dos fluxos de IDE.

Isto posto, o trabalho está dividido em três partes além das seções de introdução e conclusão. A primeira trata especificamente da década de 1990, analisando tanto o contexto econômico e histórico quanto a evolução das contas Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos, principalmente o IDE. O segundo capítulo faz referência à análise dos dados das contas já mencionadas, porém com relação ao período recente – pós crise internacional de 2008. Também será analisada mais especificamente a composição do IDE. Já o último capítulo tem como foco a conta de Rendas do Investimento Direto do Balanço de Pagamentos, com a qual se analisa a composição das remessas enviadas ao exterior.

Capítulo I: A década de 1990 e seus aspectos econômicos gerais

Esse capítulo inicial divide-se em três seções. A primeira aborda o início da década de 1990, mais especificamente seus desafios - como a implementação do Plano Real, desequilíbrios externos e a necessidade de seus financiamentos. A segunda trata especificamente do Investimento Direto Estrangeiro em uma perspectiva do papel a ele atribuído no período, além de analisar sua composição. E a última aborda os últimos anos da década estudada e os resultados das medidas adotadas ao longo dela – no que diz respeito ao financiamento externo.

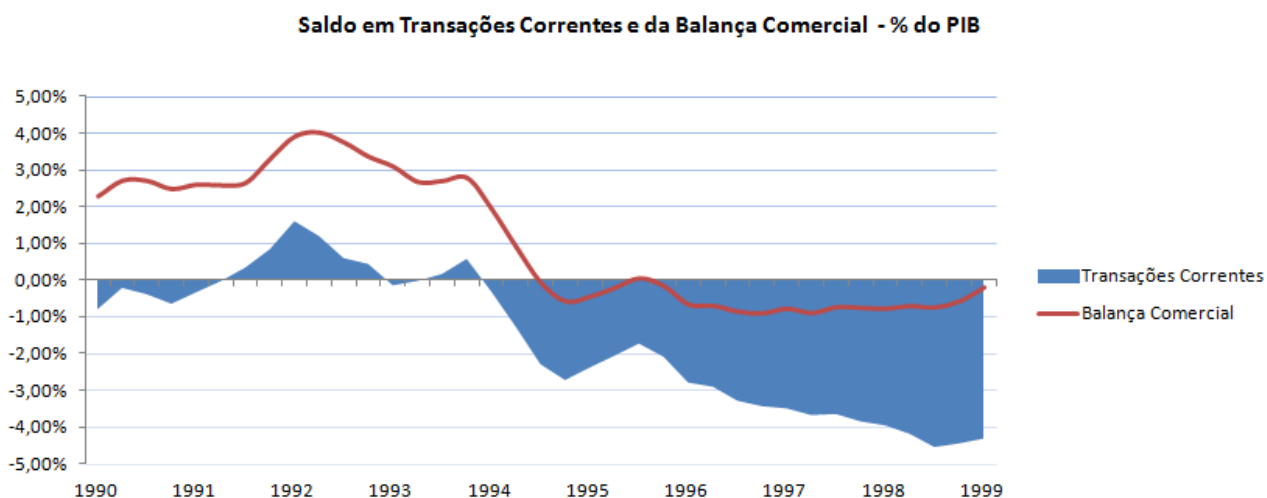
1.1 A década de 1990 e seus desafios

No início de 1993, com a nomeação de Fernando Henrique Cardoso para o cargo de ministro da Fazenda, teve início a montagem de um programa econômico que buscava estabilização e integração internacional, tendo como resultado a combinação de sucesso (inicial) no combate à inflação, com elevados déficits externos e forte dependência de fluxos voláteis de capital internacional. Tal programa de estabilização teve que enfrentar taxas de inflação muito altas segundo os padrões internacionais e para tanto usou a taxa de câmbio com o dólar como âncora nominal, o que acabou significando assumir compromissos com uma trajetória pré-determinada para a taxa de câmbio, sacrificando a possibilidade de utilizá-la como instrumento de ajuste do balanço de pagamentos. Na prática, o câmbio nominal estável ou pré-fixado, combinado com a abertura do mercado interno às importações, funcionou como fator de repressão à alta dos preços internos ao disciplinar os reajustes de bens comerciáveis internacionalmente, mas resultou também na perda significativa de competitividade internacional devido à convergência lenta da inflação. Enfim, assistiu-se à acumulação de déficits expressivos na balança comercial e no balanço de pagamentos em transações correntes. (BATISTA JR, 1996)

O Gráfico 1 apresenta o saldo da Balança Comercial e em Transações Correntes do Balanço de Pagamentos em % do PIB; e seus dados são trimestrais e calculados sob critério acumulado em 12 meses. Nele se pode observar que durante o início da década de 1990 o Brasil contava com superávit comercial entre 2% e 4%. Seu ponto mais alto se dá no primeiro trimestre de 1993 quando atinge 4,03% do PIB. A partir de então passa a ter trajetória declinante, tornando-

se negativo no segundo trimestre de 1995 (-0,08% do PIB) e chegando ao ponto mais baixo no terceiro trimestre de 1997 quando atinge -0,91% do PIB. No restante da década o saldo da balança comercial se estabiliza em torno de -0,70% do PIB e volta a se recuperar a partir de meados de 1998.

Gráfico 1 – Saldo da Balança Comercial e da Conta Corrente do Balanço de Pagamentos em % do PIB, 1990-2000.



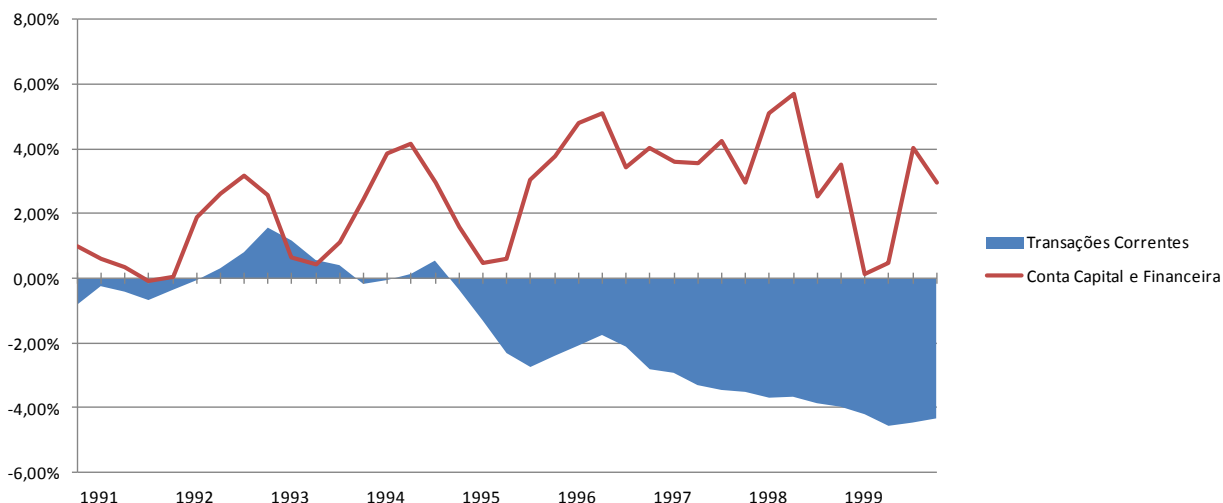
Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

No contexto do Plano, tais saldos positivos do balanço de pagamentos foram importantes na medida em que armaram o programa econômico com um impressionante montante de reservas capaz de desestimular a especulação contra a paridade escolhida. O processo de acumulação de reservas teve início anterior ao plano: entre 1989 e 1991 o país contava com US\$8 bilhões, em 1992 com US\$ 19 bilhões e em fins de 1993, quando do anúncio do programa, as reservas somavam US\$ 25 bilhões. Análises do começo da década de 1990 apontam para o fato de o Brasil ter sido um dos únicos países da América Latina que se mostrou capaz de gerar superávits substanciais na balança comercial, possibilitando assim o acúmulo de reservas internacionais do Banco Central desde 1991. A adoção de tal medida parece evidente visto que havia a percepção de que o insucesso de programas anteriores de estabilização no Brasil se devera em parte às dificuldades de natureza cambial. Sendo assim, a acumulação de reservas fez parte dos resultados de medidas preparatórias da reforma monetária e cambial.

Diante do quadro de desequilíbrios, ainda que o lançamento do Plano Real tenha sido antecedido em todos os casos de esforço na formação de reservas cambiais, não teria sido possível sustentá-lo por muito tempo sem que houvesse disponibilidade de capitais externos em montante suficiente para financiar tais desequilíbrios. Sendo assim, consistiram aspectos centrais da política econômica a abertura financeira e a disposição de adotar políticas monetárias, tributárias e cambiais compatíveis com a atração de capitais, não só de maior estabilidade e em condições mais favoráveis (de prazo e custo), mas também especulativos. Isso porque a possibilidade de atrair capital do primeiro tipo depende do restabelecimento da confiança e da credibilidade internacional do país, o que ocorre aos poucos enquanto os desequilíbrios externos em conta corrente aparecem com grande rapidez. Além disso, o crescimento do déficit em conta corrente pode retardar a recuperação da credibilidade, reforçando a dependência de capitais especulativos de curto prazo. (BATISTA JR, 1996)

No Gráfico 2, que apresenta o saldo da Conta Corrente e das Contas Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos em % do PIB, no critério acumulado em 12 meses, pode-se perceber que ao final de 1990 o Brasil contava com um déficit em conta corrente de 0,81% do PIB, fruto dos déficits na rubrica Serviços e Rendas que giravam em torno de -4% do PIB. Mas tal déficit corrente apresenta trajetória declinante e no início de 1992 a conta já é superavitária, atingindo o ponto máximo ao final do mesmo ano (1,58% do PIB). Já em meados de 1994, menos de um ano após o início do Plano Real, o setor externo já passa a apresentar déficits correntes crescentes que diminuem significativamente somente em meados de 1996, quando ficaram pouco abaixo de -2% do PIB, mas logo voltam a se agravar, atingindo ponto mínimo no segundo trimestre de 1999, com -4,55% do PIB.

Gráfico 2 – Saldo da Conta Corrente e das Contas Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos em % do PIB, 1990-1999.



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Com relação ao financiamento de tais déficits, o Gráfico 2 mostra que o saldo da Conta Capital e Financeira esteve positivo desde meados de o terceiro trimestre de 1991, porém o saldo também sofreu fortes oscilações. As principais quedas são vistas nos anos de 1993, 1995 e 1999. Na primeira metade de 1995, o financiamento externo da economia não foi suficiente para cobrir os déficits correntes. O mesmo ocorreu ao final dos anos de 1997 e de 1998, assim como durante todo o ano de 1999.

É preciso ter presente a natureza do “novo financiamento” externo que amparou o Plano Real. Os países da periferia, o Brasil inclusive, até então submetidos às condições de ajustamento impostas pela crise da dívida, foram literalmente capturados pelo processo de globalização, executando seus programas de estabilização de acordo com as normas dos mercados financeiros liberalizados. A regra básica das estabilizações com abertura financeira é a da criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral da globalização. Nesse rol estão incluídos títulos da dívida pública, geralmente curtos e de elevada liquidez; ações de empresas em processo de privatização; bônus e papéis comerciais de empresas e bancos de boa reputação; e posteriormente, ações depreciadas de empresas privadas, especialmente daquelas mais afetadas pela abertura econômica, valorização cambial e taxas de juros altas. Diante da fragilidade intrínseca das moedas recém-estabilizadas, estes ativos

precisavam prometer elevados ganhos de capitais e/ou embutir prêmio de risco em suas taxas de retorno. Sendo assim, as taxas reais não podem ser reduzidas abaixo de determinados limites estabelecidos pelos spreads exigidos pelos investidores estrangeiros para adquirir e manter em carteira um ativo denominado em moeda fraca. (BELLUZZO E ALMEIDA, 2002).

A taxa de juros básica na economia brasileira passou a ter um piso que resultava da agregação do componente cambial, da taxa de juros internacional, do spread de financiamentos a tomadores do país (refletindo o “risco Brasil”), além de impostos. Como nos primeiros meses do programa as autoridades permitiram uma forte valorização da taxa nominal de cambio, visando a uma convergência mais rápida entre a inflação doméstica e a que prevalecia nos Estados Unidos, tal medida resultou em pressão sobre a taxa de juros. Essa realidade inédita no pós-guerra de redução drástica da proteção efetiva, provocada pela queda de tarifas associada a uma forte sobrevalorização do cambio e taxa real de juros muito alta, foi resultado do ideário de desenvolvimento, em geral associado às recomendações do Consenso de Washington, que foi adotado pelos governos da América Latina e que estava apoiado em quatro supostos: 1) a estabilidade de preços cria condições para o cálculo econômico de longo prazo, estimulando o investimento privado; 2) a abertura comercial (e a valorização cambial) impõe disciplina competitiva aos produtores domésticos, forçando-os a realizar ganhos substanciais de produtividade; 3) as privatizações e os investimentos estrangeiros removeriam gargalos de oferta na indústria e na infraestrutura, reduzindo custos e melhorando a eficiência; e 4) a liberalização cambial atrairia poupança externa em escala suficiente para complementar o esforço de investimento doméstico e financiar o déficit em conta corrente. (BELLUZZO E ALMEIDA, 2002).

Para atrair financiamento externo, o governo acabou por adotar medidas políticas monetárias, tributárias e cambiais que não só atraíssem os capitais estrangeiros, mas também que os selecionasse, evitando seu caráter volátil e possíveis rupturas. Com relação ao investimento em portfólio, é importante ressaltar, como faz Carneiro (2002), o seu caráter de curto prazo, devido à ausência de exigência quanto ao período de permanência. Em uma tentativa de lidar com isso, o governo fez uso principalmente da tributação, como visto pela criação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) na entrada dos recursos. Suas alíquotas variaram de forma sensível ao longo do tempo devido à situação cambial, sendo reduzidas progressivamente a partir da crise asiática em 1997.

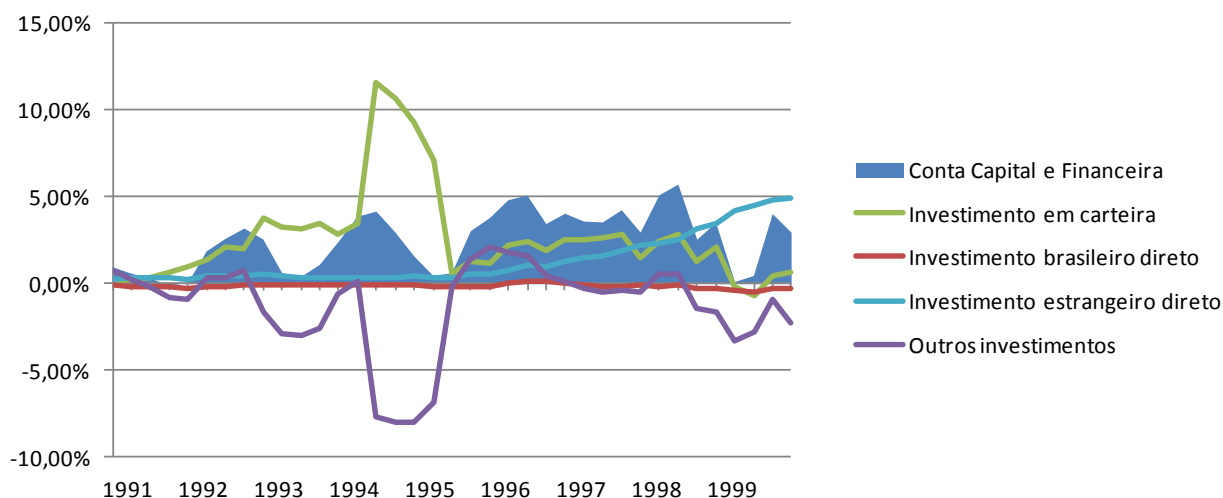
E com relação ao investimento direto estrangeiro, pode-se dizer que mudanças relativas a ele foram muito significativas ao longo da década, podendo as mesmas ser divididas em dois grupos: específicas e genéricas. Como medidas específicas mais importantes, pode-se mencionar que em 1994 houve por meio da emenda constitucional, a equiparação da empresa estrangeira à empresa nacional, fato que permitiu a primeira o acesso ao sistema de crédito público e a incentivos fiscais. Também foi suprimida a proibição da remessa de *royalties* por marcas e patentes. Como medida genérica, tem-se a abertura de novos setores ao IDE, tais como os resultantes da privatização, da queda da reserva de mercado na informática, e a permissão para registro de patentes no setor bioquímico (fármacos). Merece destaque a ausência de restrições à participação dos estrangeiros nas privatizações devido à magnitude do programa. (CARNEIRO, 2002)

Ao final da década, principalmente durante os anos de 1996 a 1998, verificou-se no Brasil um verdadeiro surto de privatizações. Batista Jr. (1996) aponta que durante esse período, essas são justificadas enganosamente através de apelos genéricos à eficiência da gestão privada e dos mecanismos de mercado, mas que só podem ser plenamente compreendidas no contexto macroeconômico do período em destaque. Isso porque do ponto de vista do modelo de estabilização adotado pelo Brasil, a venda de empresas estatais é especialmente eficaz quando implica na desnacionalização e entrada de recursos novos em moeda de liquidez internacional. Porém em diversos casos, a privatização resultou na simples transformação de monopólios públicos em privados e na transferência de controle acionário às empresas estatais estrangeiras. Os principais setores privatizados entre 1992 e 1994 foram a siderurgia e a petroquímica. Já após 1995, foram os serviços de utilidade pública – principalmente, telecomunicações, energia elétrica e bancos públicos estaduais.

Tendo em vista as medidas mencionadas acima, adotadas para atrair o capital estrangeiro para financiar os desequilíbrios externos, pode-se ver no Gráfico 3, referente ao Movimento de capitais, que ao longo de toda a década de 1990 o saldo da Conta Capital e Financeira oscilou de forma vigorosa, atingindo valores mínimos ao final de 1991 atingindo - 0,09% do PIB, no começo de 1993 com 0,41% do PIB e após um longo período relativo de quase cinco anos superavitária, no primeiro trimestre de 1999 assiste-se a outra queda brusca quando o saldo atinge 0,13% do PIB. Já os picos foram frequentes na segunda metade da década analisada,

sendo os dois maiores no segundo trimestre de 1996 (5,8% do PIB) e no mesmo trimestre de 1998 (5,71% do PIB).

Gráfico 3 – Conta Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos em % do PIB, 1991-1999.



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria.

Entres os componentes dessa conta, destacam-se com maior volatilidade o Investimento em Carteira² e Outros Investimentos. O primeiro apresentou trajetória crescente até o segundo trimestre de 1994 quando atinge 11,56% do PIB. Em seguida sofre brusca queda e passa o restante da década oscilando entre 1% do PIB e 3% do PIB, com raras exceções como no início de 1999, quando chega a atingir -0,68% do PIB. A rubrica outros investimentos pelo contrário, passa quase toda a década de 1990 com valores negativos, sendo o ponto mais baixo ao final de 1994 quando atinge -8,02%. Seu ponto mais alto deu-se no primeiro trimestre de 1996 atingindo 1,82% do PIB. Vale mencionar que o movimento visto em 1994 no Investimento em carteira e em Outros Investimentos corresponde na verdade a renegociação da dívida externa brasileira. Por fim, o Investimento Direto foi o mais constante, apresentando trajetória crescente

² Devido ao critério acumulado em 12 meses adotado para a análise dos dados presentes no gráfico, parte do movimento abrupto visto no Investimento em Carteira, que o caracteriza como volátil, acaba sendo diluído ao longo dos meses.

com valor inicial de 0,08% do PIB ao final do ano de 1990 e atingindo 4,58% ao final da década, valores que correspondem em quase sua totalidade ao Investimento direto estrangeiro.

Com relação à contribuição do regime cambial e monetário do Plano Real, podemos dizer que do ponto de vista do investimento e da estrutura de produção, a combinação juros-câmbio do Plano Real desestimulou os projetos voltados para as exportações, promoveu um encolhimento das cadeias produtivas – afetadas por importações predatórias – e aumentou a participação da propriedade estrangeira no estoque de capital doméstico. Esses fatores concorriam para inibir as exportações e favoreciam as importações, os gastos com viagens internacionais e o aumento de remessas de lucros e dividendos ao exterior. Em suma a política econômica do Plano Real redistribuiu a renda e a riqueza de forma desfavorável aos agentes que comandam o investimento e o gasto e inibiu a acumulação produtiva e a produção para exportação. Também determinou um agravamento estrutural do desequilíbrio externo, cujas consequências de médio e longo prazo sobre o balanço de pagamentos foram ignoradas sistematicamente. Preferiu-se acreditar que o cenário internacional comportava a maior produtividade dos setores internos forçada pela concorrência externa, a penetração do capital estrangeiro em segmentos mais diversificados, a convergência de taxas de juros internas aos padrões internacionais, e por fim, a política de gradativa desvalorização cambial, que compensaria a sobrevalorização do câmbio quando da desinflação rápida do real. Isso serviria para amparar não só a desaceleração do desequilíbrio externo – o qual, de resto, poderia ser facilmente financiável pelos fluxos de empréstimos externos, contando com o reforço de uma ampla privatização como de fato foi empreendida – como lançaria as bases de um desenvolvimento de longo prazo. (BELLUZZO E ALMEIDA, 2002).

1.2 O Investimento Direto Estrangeiro

A partir do que foi exposto anteriormente percebe-se que quando comparado aos outros tipos de investimentos, torna-se proeminente a característica estável do IDE, visível até mesmo nos períodos mais intensos de crise, como em 1999. Essa menor volatilidade indica que os fluxos de IDE são guiados por outros motivos que não o ganho de curto prazo. Dessa forma,

para analisar esse tipo de investimento do ponto de vista do balanço de pagamentos, deve-se levar em consideração não somente sua volatilidade ou reversibilidade, mas também a relação entre o aporte de recursos e a geração de um fluxo de divisas compatível com a sua remuneração. Para tanto, torna-se relevante que se analise as duas classificações possíveis do IDE quanto a sua natureza: produtiva (*greenfield*) ou patrimonial. Sendo a primeira a sua concentração na criação de capacidade produtiva adicional e a segunda, a sua concentração na aquisição de empresas já existentes. (CARNEIRO, 2002). Também indica a natureza do IDE, as informações sobre o destino das inversões. Se o investimento direto estrangeiro estiver se dirigindo preferencialmente para os setores que não exportam – seja para os serviços que já eram privados, seja para serviços que estão sofrendo processo de privatização –, ele suscita temores de consequência adversas em longo prazo, especialmente nas contas externas à medida que tende gerar menos divisas e mais remessas de lucros. (ZOCKUN, 2000)

Tomando como ponto de partida a distinção nas naturezas do IDE, percebe-se que nas economias periféricas, com mercados de capitais pouco desenvolvidos, são menos importantes as formas puramente financeiras de investimento, embora as estratégias estritamente patrimoniais encontrem abrigo na conglomeração. No âmbito produtivo, é possível identificar variações na composição do investimento entre aquelas formas polares de construção de nova capacidade produtiva (*greenfield*) ou destinado à aquisição de capacidade já existente (F&As). Pode-se dizer que a composição do investimento empresarial em geral situa-se entre esses extremos. Sua determinação obedece a fatores setoriais e macroeconômicos. (CARNEIRO, 2005)

Durante meados da década de 1990, muitos especialistas e gestores de política econômica apostaram em condições favoráveis para uma retomada do crescimento sustentado, que teria suas bases nos processos de globalização, abertura, estabilização e privatização. Em tal fase de expansão, o capital estrangeiro desempenharia papel crucial na medida em que atuaria como motor de uma nova fase de crescimento e como agente modernizador da estrutura empresarial brasileira. Acreditava-se que o crescimento explosivo do investimento direto atuaria como motor de uma nova fase de crescimento e como agente modernizador da estrutura empresarial brasileira. Esperava-se que o IDE atuasse como o componente mais estável de um novo padrão de financiamento de longo prazo, apoiado na atração de fluxos crescentes de poupança externa. Imaginava-se, também, que as empresas estrangeiras seriam protagonistas importantes na adoção de um novo estilo de crescimento com maior ênfase nas exportações, a

partir de uma base produtiva mais especializada e com maior conteúdo tecnológico. (SARTI E LAPLANE, 2002)

Mas como Dunning (1995) apresentou através de seus termos da taxonomia do IDE, as empresas possuem estratégias de expansão no plano global:

a) *resource based*: constitui-se numa das formas tradicionais do IDE, muito comum em atividades intensivas em recurso naturais. A propriedade de recursos naturais estratégicos faz com que as operações patrimoniais (F&As) sejam também importantes nesse tipo de investimento, pois em vários deles constituem condição necessária para a expansão transfronteiriça incluindo a aquisição de concessão para exploração;

b) *market seeking*: foi a principal forma de IDE durante o regime de Bretton Woods, e seu objetivo central é a busca de mercados locais ou regionais. Ocorre em geral em setores de menor dinamismo tecnológico e se caracteriza por uma maior relevância das operações de Fusões & Aquisições;

c) *efficiency seeking*: é uma das duas formas predominantes do IDE associada ao *global sourcing* das empresas. Compreende o deslocamento de parte da produção ou de segmentos da cadeia produtiva para países ou regiões com maior competitividade e o destino último da produção são os mercados globais. O componente de *greenfield* é em geral elevado por compreender atividades de maior dinamismo tecnológico;

d) *strategic-asset seeking*: pode ser considerada como a forma mais avançada de IDE, pois visa à constituição de ativos tecnológicos e implica altos investimentos em P&D, mas se concentram em larga medida nos países centrais.

Do que foi dito acima se pode concluir que foi verificado de fato que o investimento direto estrangeiro que se dirigia ao Brasil era na realidade *Market seeking*, ou seja, dirigia-se para o Brasil com o intuito de explorar o crescimento do mercado interno. Assim, seus altos índices agravavam os problemas da restrição externa, pois além da produção por parte dessas empresas não ser destinada à exportação, não gerando divisas, grande parte dos produtos intermediários e bens de capitais utilizados nas plantas eram importados, o que pressionava ainda mais os déficits correntes.

Com relação à composição do IDE na década de 1990, o que se verificou foi que na média, as Fusões e Aquisições compunham 65,03% do total de IDE como mostra a Tabela 1. Com exceção de 1999, o IDE do tipo *greenfield* não passou de 30% do IDE líquido total. Ou seja,

vê-se que houve aumento significativo do grau de internacionalização. No contexto da abertura econômica comercial e financeira, a internacionalização produtiva da economia assumiu várias dimensões. A mais visível foi a patrimonial, ou seja, a internacionalização do sistema empresarial. No caso brasileiro, assumiu a forma de processo de desnacionalização, uma vez que a transferência da propriedade de empresas nacionais para estrangeiros ultrapassou de longe a aquisição de ativos produtivos no exterior, por brasileiros.

Tabela 1 – Investimento direto estrangeiro composição, (US\$ bi), 1994-2000.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
IDE - Líquido Total	1,8	4,3	10	17	25,9	30	30,5
IDE – Greenfield	0,5	1,7	5,3	4,4	1,3	20,6	7,5
IDE - Fusões e Aquisições	1,3	2,6	4,7	12,6	24,6	9,4	23
Fusões e Aquisições/Total (%)	72,2	60,4	47	74,1	95	31,3	75,2

Fonte: Carneiro, 2002 – página 278.

Outro ponto de análise importante com relação ao IDE diz respeito à atividade econômica a qual ela se destina, uma vez que caso ela se dirija para aquelas que não produzem bens exportáveis, não haverá contribuição com a entrada de divisas, além de poder fragilizar ainda mais a situação do financiamento externo com a remessa de lucros e *royalties* para o exterior. A Tabela 2 mostra que o IDE se dirigiu em sua maioria para Indústria, mas teve trajetória declinante. Já os Serviços receberam a segunda maior parte e teve trajetória ascendente acentuada, o que poderia ser visto como um agravante para a vulnerabilidade das contas nacionais devido ao caráter não exportável dos produtos de serviços.³

³ Vale chamar a atenção para o fato de que pela metodologia adotada pelo Banco Central do Brasil para o cálculo das tabelas de Distribuição por atividade econômica de destino do IDE, os dados podem estar inflados em certo grau, na medida em que quando o investimento direto estrangeiro entra no país através de uma *holding*, por exemplo, é contabilizado como destino o setor da última, e não o setor de fato para o qual esse investimento será posteriormente repassado.

Tabela 2 – Investimento direto estrangeiro – Distribuição por atividade econômica de destino em %, 1990-1995.

Atividade econômica	dez/1990 ¹	dez/1991 ¹	dez/1992 ¹	dez/1993 ¹	dez/1994 ¹	jun/1995 ²
Agricultura, pecuária e extrativa mineral	3,45	3,06	3,08	2,70	2,71	2,64
Indústria	69,08	67,80	63,97	58,05	51,20	53,22
Serviços	25,03	26,32	30,11	36,73	44,78	42,63
Outras atividades	2,43	2,83	2,84	2,51	1,31	1,50
Total geral	100	100	100	100	100	100

Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

Notas explicativas:

1 - Inclui investimentos em bolsa (DL 1.401) e investimentos incentivados (Res. 480, de 20.06.78).

Moedas convertidas em US\$, às paridades vigentes no último dia útil do ano.

2- Incluem investimentos em bolsa (DL 1.401) e investimentos incentivados (Res. 480, de 20.06.78).

Moedas convertidas em US\$, às paridades vigentes no último dia útil do mês de junho de 1995.

Pela Tabela 3, que traz os dados calculados com outra metodologia, no ano de 1996, a Indústria tem apenas 22,7% da participação como receptora do IDE. Nos dois anos seguintes há um declínio para quase metade. Já em 1999, há uma breve recuperação para um quarto da participação total, seguida de declínio em cerca de 10 pontos percentuais no ano seguinte. Já o setor de Serviços parece ter absorvido as perdas das participações da Indústria e da Agricultura, pecuária e extração mineral entre as atividades econômicas que recebiam o IDE. Destaca-se que no ano de 1998, os Serviços foram o destino de quase 90% do investimento direto estrangeiro que chegou ao Brasil.

Tabela 3 – Investimento direto estrangeiro – Distribuição por atividade econômica de destino em %, 1996-2000.

Atividade econômica	1996	1997	1998	1999*	2000*
Agricultura, pecuária e extrativa mineral	1,44	2,98	0,61	1,53	2,17
Indústria	22,7	13,3	11,89	25,4	16,97
Serviços	75,86	83,72	87,5	73,07	80,86
Total geral	100	100	100	100	100

Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

* Inclui conversões para investimentos diretos

Obs.: 1. No período de 1996 a 2000, consideram-se os recursos destinados a empresas que totalizaram mais de US\$ 10 milhões ao ano.

Vale ressaltar que, de acordo com Baer e Cintra (2004), a desregulamentação da economia por meio das emendas constitucionais 8 e 9 motivou importantes fluxos de IDE na indústria extrativa – mineração petróleo e gás – durante a segunda metade dos anos 1990. Já no período recente, o aumento do IDE nesse segmento, cuja participação no estoque mais do que dobra entre 2000 e 2005 subindo de 2,3% para 4,7% do total, está claramente associado à fase ascendente do ciclo de preços de *commodities* no plano internacional, cujo impacto tem sido significativo na economia brasileira e maior ainda no restante da América Latina. Porém, vale fazer a ressalva de que o setor de extração mineral possui seus aspectos negativos, em parte minimizados pela presença da Petrobrás que busca desenvolver novas tecnologias e internalizar a produção de equipamentos, mas ainda sim permanece o seu caráter de enclave e a natureza pronunciadamente cíclica dos investimentos decorrente do comportamento dos preços internacionais.

Apesar do IDE ter caráter menos volátil, como já mencionado anteriormente, ele ainda sim está suscetível não somente aos fatores internos do país que o recebe, mas também aos fatores do seu país de origem, do centro. Sendo assim, convém analisar a distribuição do investimento direto estrangeiro sob essa ótica, uma vez que a análise das condições macroeconômicas dos países centrais pode servir como indicador importante dos fluxos de capitais. Tal fato se verifica atualmente, após a crise financeira internacional profunda (desde 2008), que de forma resumida, impõe um cenário de baixo crescimento nos países centrais e no comércio internacional, dúvidas sobre os preços de *commodities* e volatilidade dos fluxos internacionais de capital. Em momentos como o da eclosão da crise, tal volatilidade se manifesta na conhecida “fuga para a qualidade”.

Na Tabela 4, vemos que de 1996 a 1997, predomina no Brasil o IDE de origem norte-americana, com 25,77% e 19,97%, respectivamente, correspondendo ao papel influente dos Estados Unidos como parceiro. Nos anos de 1998 e 2000, desponta a Espanha, com 22% e 32,11% da participação no IDE. Alguns pontos nessa tabela merecem destaque como a alta na participação em 1998 até os dias atuais de países como a já mencionada Espanha, os Países Baixos, Luxemburgo e Portugal, que apesar de não serem considerados paraísos fiscais, acabam concentrando parte do IDE destinado ao país uma vez que oferecem outros tipos de benefícios. Também chama a atenção o aparecimento e destaque das Ilhas Cayman, Bahamas e Ilhas Virgens, que por sua vez, são famosos por serem paraísos fiscais. Grosseiramente, pode-se dizer

que nesses cinco anos analisados, o IDE recebido pelo Brasil veio basicamente de países desenvolvidos europeus. Confirmando a relevância que tem a dinâmica centro-periferia nesse tipo de investimento.

Tabela 4 – Distribuição do Investimento direto estrangeiro por país de origem dos recursos em %, 1996-1999.

Países	1996	1997	1998	1999**	2000**
Estados Unidos	25,77	28,62	20,16	29,33	18,07
França	12,65	8,07	7,76	7,19	6,39
Panamá	8,80	5,90	0,66	0,33	0,07
Ilhas Cayman	8,55	22,09	7,77	7,67	6,81
Espanha	7,65	3,56	22,00	20,68	32,11
Países Baixos	6,87	9,72	14,46	7,41	7,46
Ilhas Virgens	4,71	1,06	0,67	0,72	0,77
Luxemburgo	3,79	0,38	0,49	1,05	3,44
Alemanha	2,77	1,28	1,77	1,74	1,25
Portugal	2,64	4,45	7,54	8,74	8,42
Japão	2,51	2,23	1,19	0,99	1,29
Suécia	1,64	1,75	1,03	1,14	2,10
Canadá	1,55	0,43	1,20	1,62	0,65
Bélgica	1,45	0,89	4,08	0,23	1,29
Suíça	1,42	0,53	0,93	1,47	1,03
Reino Unido	1,19	1,19	0,55	4,60	1,32
Uruguai	1,06	0,37	0,35	0,15	0,67
Ilhas Bahamas	0,97	1,96	0,62	0,54	0,60
Coréia do Sul	0,83	0,60	0,23	0,17	0,08
Bermudas	0,44	1,57	0,23	0,88	1,06
Argentina	0,39	1,22	0,49	0,32	0,38
Itália	0,16	0,37	2,78	1,48	1,63
Demais	2,17	1,74	3,03	1,55	3,12
Total	100	100	100	100	100

Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

**** Inclui conversões para investimentos diretos.**

Obs.: 1.No período de 1996 a 2000, consideram-se os recursos destinados a empresas que totalizaram mais de US\$ 10 milhões ao ano.

2.Dados preliminares.

3.Conversões em dólares às paridade históricas

A França e o Panamá, apesar de aparecerem em segundo e terceiro lugar, respectivamente, no ano 2000, perdem grande participação ao longo dos cinco anos. Na contramão, a Espanha e Portugal quadruplicaram sua importância como fonte do IDE recebido pelo Brasil.

1.3. A crise e vulnerabilidade externa.

Diante de todo o exposto, torna-se relevante salientar a evolução dos fatos mais importantes que caracterizaram a evolução da economia brasileira antes e durante a crise cambial do início de 1999. Isso porque o final da década de 1990 evidenciou a fragilidade do financiamento externo brasileiro, em outras palavras, a vulnerabilidade externa a qual estava exposta a economia do Brasil.

A crise asiática que atingiu os países da Tailândia, Coreia do Sul e Malásia mostrou que sem negar as particularidades locais de cada país, o denominador comum, em linhas gerais, desses processos foi a combinação de um *boom* de investimento alimentado pelo endividamento crescente das famílias, das empresas e do país; elevada alavancagem dos bancos; ausência de uma supervisão bancária apropriada; e taxas de câmbio fixas ou relativamente fixas, em um contexto de déficits crescentes da conta corrente. Já o estopim dessa crise é visto por muitos analistas como sendo a deterioração dos termos de troca dos países asiáticos, causada pela queda dos preços de alguns dos produtos mais importantes à expansão dos anos anteriores.

As autoridades do Brasil se empenharam em diferenciar o caso brasileiro daquele dos países asiáticos que começavam a apresentar os mesmos sintomas de crise que a Tailândia já havia experimentado. A defesa da natureza distinta do caso brasileiro baseava-se em alguns argumentos principais, tais como: o déficit em conta corrente da Tailândia em 1996, foi praticamente igual ao do México em 1994 – da ordem de 8% do PIB – e mais do dobro, que o do Brasil na época; contrariamente ao que acontecera naqueles países e nos demais países da Ásia, o Brasil estava iniciando um processo de desvalorização real gradual da taxa de câmbio, na medida em que mantinha a desvalorização nominal em torno de 8% anuais, em um contexto de inflação declinante; no período 1997/1999, o Brasil contava com a perspectiva de receber uma quantia expressiva de recursos externos oriundos da privatização de empresas estatais, estimada em US\$

56 bilhões para o período 1997/1999; mesmo sem considerar as privatizações, os investimentos diretos estavam aumentando celeremente no Brasil: excluindo os ingressos de privatização, mas incluindo os recursos de portfólio, as entradas líquidas de investimento estrangeiro tinham sido de US\$ 5 bilhões em 1995; US\$ 13 bilhões em 1996, e acabaram sendo de US\$ 16 bilhões em 1997.

Parecia razoável, portanto, imaginar que a soma de investimento direto “puro” mais privatizações seria suficiente para financiar parte substancial do déficit em conta corrente dos anos seguintes, enquanto o país “comprava tempo” para promover uma desvalorização real gradual do câmbio e incentivar as exportações por meio de mecanismos não cambiais, em um contexto de financiamento internacional não restrito; e os indicadores de expansão de crédito no Brasil eram substancialmente diferentes dos exibidos pela Ásia, com um montante total de empréstimos concedidos pelos sistemas financeiros público e privado de apenas 30% do PIB, em claro contraste com os números antes mostrados sobre os países do Leste Asiático.

Apesar de todos esses argumentos terem sido razoáveis e se revelado corretos, dois fatores fundamentais foram responsáveis pela mudança de situação. O primeiro deles foi o choque adverso dos preços relativos: entre os meses de janeiro de 1997 e janeiro de 1999 – quando ocorreu a desvalorização –, o índice de preços dos produtos básicos e semimanufaturados exportados pelo Brasil caiu 15% e 17%, respectivamente. O segundo fator foi o fechamento dos mercados internacionais de crédito, após a crise da Rússia, em agosto de 1998. A estratégia brasileira pressupunha que o país teria tempo para fazer os ajustes necessários, enquanto o resto do mundo financiava um desequilíbrio temporariamente elevado do Balanço de Pagamentos. O choque de preços fez esse desequilíbrio se tornar ainda maior.

No primeiro semestre de 1998 os indicadores de risco-país, depois do salto de outubro de 1997, cediam; as reservas recuperavam-se; e, nesse contexto, as taxas de juros, que chegaram a aumentar até quase 40% no final de 1997, caíram para menos de 20% em meados do ano. Em julho, o Governo realizou com grande sucesso a privatização da Telebrás – uma das “jóias da Coroa” do governo brasileiro – e, com a perspectiva de reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso. Foi nesse contexto positivo que a Rússia aplicou um *default* na sua dívida, em agosto. Contrariamente ao que acontecera com o México ou mesmo com a Ásia, desta vez o mercado fechou-se quase que por completo – e por bastante tempo – para os países emergentes, particularmente para aqueles vistos como problemas crônicos. Os efeitos sobre o

Brasil foram devastadores, e no terceiro trimestre de 1998 as contas externas do Brasil para 1999 simplesmente “não fechavam”, gerando todo tipo de especulação na imprensa de que, por isso, o Brasil poderia adotar alguma forma de controle da saída de capitais.

O Brasil, no entanto, que tinha um problema de fluxos para 1999 – no sentido de que o déficit previsto em conta corrente seria maior do que a entrada realista de capitais que se poderia esperar –, passou a enfrentar um problema de realocação de carteira dos agentes econômicos em geral, os quais promoveram uma fuga em massa de capitais. Em apenas 50 dias – no que veio a ser conhecido como “setembro negro” –, o Brasil perdeu US\$ 30 bilhões de reservas. No início de janeiro de 1999, a perda de reservas acentuou-se. No final da experiência de câmbio controlado, a perda de reservas era da ordem de US\$ 1 bilhão/dia. No dia 13 de janeiro, anunciou-se a substituição do presidente do Banco Central e a adoção de um sistema de banda, que na prática, implicava uma desvalorização de 9%. Repetia-se assim o roteiro de tantas crises cambiais de outros países. O novo sistema durou exatas 48 horas. Por fim, diante da absoluta falta de alternativas, o Banco Central deixou o câmbio flutuar no dia 15 de janeiro. (AVERBUG E GIAMBIAGI, 2000).

Capítulo II: A década de 2000 e seus aspectos econômicos gerais

Este segundo capítulo é dividido em duas partes. A primeira aborda os desafios – no que diz respeito ao financiamento brasileiro – com os quais a economia brasileira se defrontou ao longo dos anos posteriores à Crise Cambial de 1999 até o presente momento. A segunda parte focará no Investimento Direto Estrangeiro, analisando sua evolução e seus determinantes durante o período analisado nesse capítulo.

2.1 Os desafios após a Crise Cambial de 1999

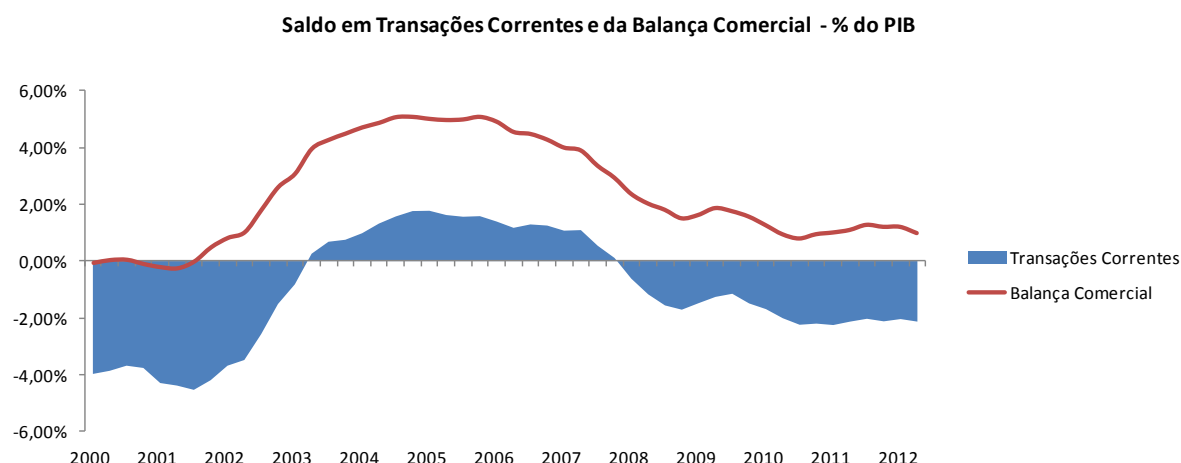
Com o fim da âncora cambial desaparecia o Plano Real e a partir dali, adotava-se outro sistema de combate à inflação. A desvalorização do Real não provocou o caos que a equipe econômica brasileira havia prognosticado. Mas antes de ter chegado ao fim, a sobrevalorização

artificial do Real, isto é, o Plano Real, já havia feito seus estragos na economia. No que tange a esse trabalho, nota-se que o Estado perdera 76% de seu patrimônio público; o capital estrangeiro absorvera o que havia de mais expressivo na economia nacional; a participação das empresas estrangeiras nas vendas das 500 maiores empresas privadas e 50 maiores estatais do país aumentara de 32% em 1994 para 43,5% em 1998; em consequência o passivo externo bruto crescera de US\$ 220 bilhões em dezembro de 1995 para US\$332 bilhões em dezembro de 1998; importantes setores industriais haviam sido dizimados ou sucateados, como a indústria de bens de capital, informática, telecomunicações, eletrônicos de consumo, componentes, autopeças, especialidades na área química e farmacêutica. (SOUZA, 2008)

Como dito anteriormente, com o colapso do Plano Real teve início uma nova política de combate à inflação, o Sistema de Metas de Inflação que se somou ao regime de câmbio flutuante. O objetivo central da desvalorização do Real, forçada pelo colapso das contas externas, era gerar os superávits comerciais exigidos pelo capital estrangeiro como forma de garantir suas remessas de lucros e juros e seu repatriamento. Mas o governo achou que a desvalorização não era suficiente para viabilizar os superávits exigidos e aumentou o aperto monetário no intuito de desencorajar a fuga de capitais externos. Além disso, o governo decidiu alienar o Banespa, completar a privatização do sistema elétrico e incluir a Petrobras, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal no “Programa de Desestatização”. Sendo assim, a desvalorização do Real só começou a produzir efeito tanto na produção quanto na atividade econômica e no emprego no ano 2000. Mas como o forte crescimento das exportações não foi suficiente para produzir o tão esperado superávit comercial, os aplicadores externos ficaram inseguros quanto à possibilidade de retorno de seus capitais e de seus rendimentos à origem. E por isso voltaram a evadir-se do país. (SOUZA, 2008)

No Gráfico 4, cujos dados são trimestrais e aparecem sob o critério acumulado em 12 meses, vê-se que durante os anos de 2000 a 2002 o saldo da Balança Comercial brasileira teve pouca oscilações, estando sempre perto do 0% do PIB. Durante o ano que vai do quarto trimestre de 2001 até o terceiro trimestre de 2002 houve déficit comercial que atingiu seu máximo em - 0,22% do PIB. Já ao final de 2002 ele atinge superávit de 0,48% do PIB e tem início sua trajetória crescente que só será interrompida ao final de 2005.

Gráfico 4 – Saldo da Balança Comercial e da Conta Corrente do Balanço de Pagamentos em % do PIB, 2000-2012.

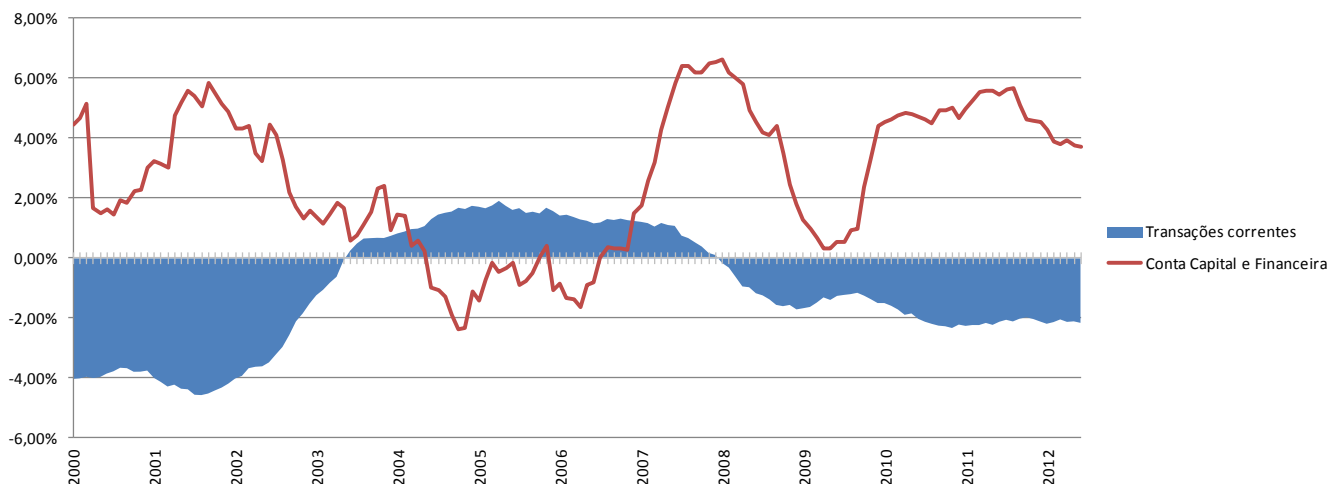


Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

O aumento do passivo externo também limitava o crescimento da economia, uma vez que resultava em mais remessa de recursos para o exterior a título de pagamentos de juros, lucros e dividendos e amortização de dívida, não apenas deprimindo a capacidade de investimento interno, mas aumentando a vulnerabilidade externa da economia do Brasil.

No Gráfico 5, que apresenta dados mensais e acumulados em 12 meses, vê-se que o saldo corrente do Balanço de Pagamentos em % do PIB se manteve negativo durante os três primeiros anos do período analisado. É somente em junho de 2003 que ele passa a ser positivo, permanecendo assim até janeiro de 2008, mês no qual tem sua trajetória revertida, como será visto mais adiante. Vale mencionar que o saldo corrente atinge seu ponto mínimo em agosto de 2001 com -4,58% do PIB e ponto máximo em abril de 2005, com 1,93% do PIB.

Gráfico 5 – Saldo da Conta Corrente e das Contas Capital e Financeira do Balanço de Pagamentos em % do PIB, 2000-2012.



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

Já os saldos da Conta Capital e Financeira apresentam forte oscilação ao longo dos anos analisados. No ano de 2000 observa-se uma queda brusca do financiamento externo que chega até a 1,42% do PIB, sendo, portanto, insuficiente para cobrir o furo de 3,78% do PIB em conta corrente. No ano de 2001 a Conta Capital e Financeira volta a apresentar saldo positivo crescente, juntamente com o declinante déficit corrente, sendo mais do que suficiente para cobrir os gastos do Brasil no exterior. Mas a partir de junho de 2001, quando o saldo do financiamento chega a 5,57% do PIB, observa-se uma trajetória declinante que atingirá valor negativo de até - 2,37% do PIB ao final de 2004.

A partir de 2003, a inserção externa do Brasil foi, em grande parte, condicionada pelo novo ciclo de liquidez internacional para os países periféricos e pela manutenção do modelo de política econômica. Nesse período o Brasil passou a conviver com um ambiente externo favorável tanto no que se refere às finanças quanto ao comércio internacional. A partir de 2006, a combinação de retomada do crescimento da atividade econômica com valorização da moeda nacional e aumento da lucratividade levou ao aumento das importações e ao crescimento da remessa de lucros e dividendos no período, gerando a piora do saldo em conta corrente. Com isso entre 2004 e 2008 recolocou-se o problema da dependência do capital externo para o fechamento das contas externas. Em 2008, a entrada de capitais teve redução por conta da Crise Internacional, mas logo apresentou recuperação em parte devido ao efeito atrativo de altas taxas de juros no

Brasil e de sua condição econômica favorável em comparação com os “países do centro”. A partir de 2011, o fluxo de capital externo teve redução crescente devido principalmente ao cenário internacional desfavorável com o baixo crescimento econômico dos Estados Unidos e com a Crise na Zona do Euro. Além disso, teve contribuição à queda na taxa de juros brasileira, a significativa desaceleração da atividade econômica e a tomada de medidas de controle da entrada de capitais voláteis que além de não serem seguros, contribuíram para a deterioração da balança comercial em decorrência da pressão que exerciam sobre o Real.

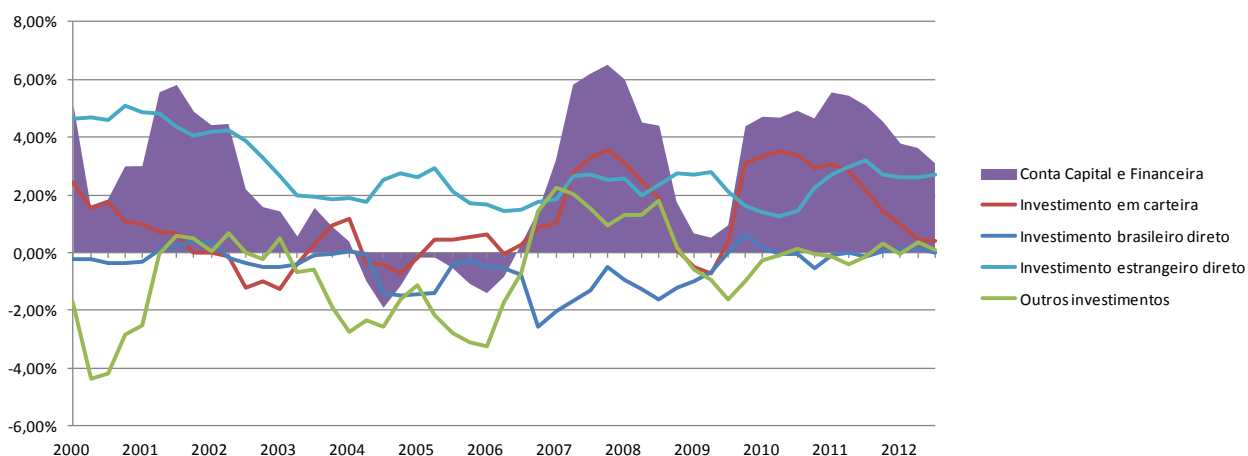
Agora que as contas externas de todo o período analisado nesse trabalho já foram contempladas, pode-se concluir, em suma, que o déficit corrente atual, em sua magnitude, composição ou fatores determinantes, guarda poucas semelhanças com aquele verificado na segunda metade dos anos 1990 e que terminou em uma crise cambial. Verificou-se que a taxa de câmbio, apesar de fundamental, não é ao motivo único pelo resultado global negativo. Indo além, identificou-se que há fatores estruturais explicando o déficit, em primeiro lugar, uma regressão estrutural com a qual o país não deve nem pode se conformar. Mas, em segundo, ocorrem também outros movimentos (intensivos em bens, serviços ou fatores de produção importados) que são positivos e promissores. Em um exercício de levantamento de hipótese para a evolução das variáveis internacionais, Biancareli (2012) aponta para fatores que indicam um cenário de persistência do déficit em Transações Correntes: a perspectiva de baixo dinamismo do comércio internacional de manufaturas; dependência crítica da Balança Comercial em relação aos produtos básicos e à evolução de seus preços; os elevados gastos com a exploração do Pré-sal; e a deterioração do resultado em Serviços. Tal cenário é previsto para os próximos anos, até que a exploração do petróleo da camada pré-sal provoque alterações de natureza permanente na Balança Comercial brasileira, tornando-a estruturalmente superavitária em um patamar significativamente superior ao atual, quiçá suficiente para compensar os déficits em Serviços e Rendas (que também devem se elevar).

2.2 Investimento estrangeiro

Na década de 2000 foram os investimentos estrangeiros diretos (IDE) a principal forma de entrada de capital. A entrada de investimentos em carteira foi também bastante significativa, mas apresentou um fluxo mais volátil com valores bastante baixos em 2001, 2002 e 2008. Ainda assim é possível observar que recentemente os investidores em carteira vêm assumindo uma importância crescente como fluxo de capital externo para a economia.

No Gráfico 6, que traz o fluxo mensal de investimento estrangeiro entre o ano de 2000 e metade de 20012 em % do PIB e sob o critério acumulado em 12 meses, tem-se que o Investimento Direto significativa oscilação, atingindo valores negativos somente de outubro de 2006 a março do ano seguinte, atingindo a mínima de -0,86% do PIB em dezembro. O Investimento direto estrangeiro teve trajetória declinante até 2006 e depois apresentou trajetória crescente até o terceiro trimestre de 2012 com 2,72% do PIB. Já o Investimento em Carteira e Outros Investimentos apresentaram fortes oscilações nos 12 anos apresentados. Vale destacar a diferença no patamar desse fluxo uma vez que o Investimento em Carteira oscilou ao longo do eixo 0%, sendo que seu saldo positivo atingiu quase 4% do PIB ao final de 2007 e de meados de 2009 ao final de 2011. Por outra vez, a categoria Outros Investimentos esteve majoritariamente negativa. Seu período mais relevante com saldo positivo foi de 2007 a 2009, quando chega a atingir 2,70% do PIB.

Gráfico 6 – Conta Capital e Financeira em % do PIB, 2000-2012.



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

O Gráfico 6 também evidencia que as condições de liquidez internacional desfavoráveis do início da década até 2000, a retração do crescimento nos países centrais e das operações de fusão e aquisições em âmbito global se refletiram na tendência de queda tanto do fluxo de investimentos externos diretos quanto de portfólio e, por isso, até 2002, o papel de suprir a liquidez de moeda estrangeira para a economia brasileira coube aos empréstimos do FMI. A partir de 2003, as condições internacionais se tornaram mais favoráveis, o que se refletiu em maiores fluxos de capital para o país. O mundo em desenvolvimento assiste a mais expressiva (sob qualquer critério) fase de cheia, que se encerra em 2008 com o auge crise internacional originada no financiamento imobiliário nos Estados Unidos. A elevação da confiança dos investidores internacionais contribuiu para o aumento dos ingressos líquidos que, a partir de 2006, ganham um impulso extra com os incentivos fiscais da Lei 11.312 para os investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa. Em 2008, com a crise, tem início uma fase seca, que apesar de intensa, foi curta, com os números absolutos retornando já em 2010 para patamares próximos aos recordes obtidos antes da crise internacional, ainda não resolvida, que atingiu principalmente os países centrais e provocou nos anos seguintes um aumento dos fluxos de investimento de portfólio no Brasil e em outros países periféricos. (PRATES, 2006) (MACHADO, 2011)

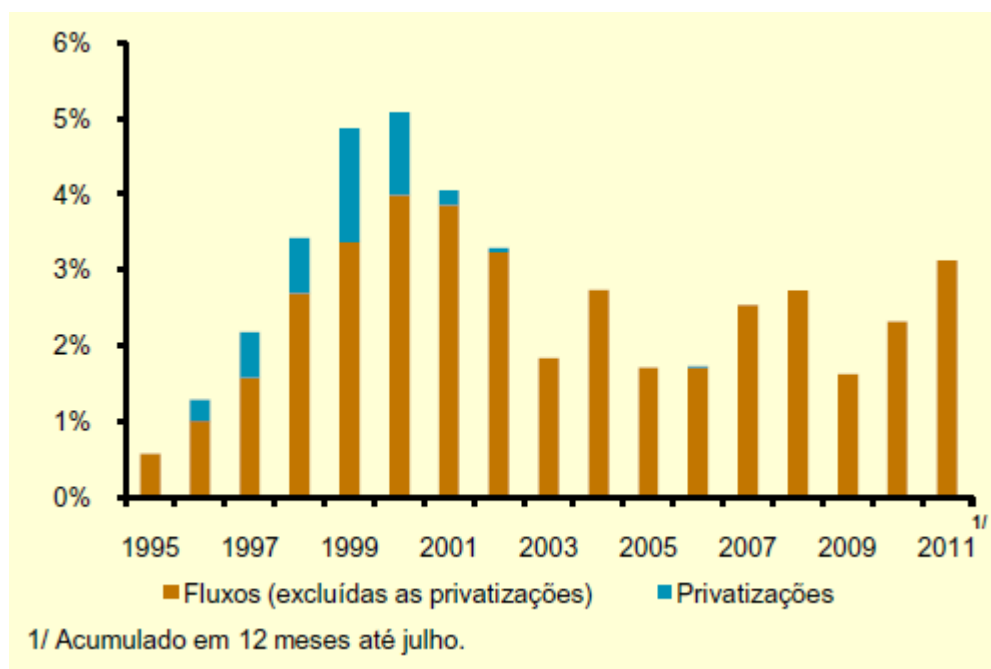
Voltando ao aumento do IDE após 2000, pode-se dizer que ele agrega outros motivos. De um ponto de vista mais estrutural ele responde à estratégia das grandes multinacionais do setor de apostar na diversificação, tanto do número de *commodities* quanto de variedade de países. De uma perspectiva de curto prazo ou cíclica a ampliação do IDE e do *greenfield* local decorrem da fase ascendente de preços observada após meados de 2002 e caracterizada por alta intensidade no segmento de *commodities* metálicas, em decorrência do forte crescimento da demanda motivado pelo rápido crescimento da China. A liderança do crescimento do investimento no segmento de minério de ferro e a expansão da CVRD traduzem, no plano local, essa conjuntura favorável. (CARNEIRO, 2005)

Com a Crise Cambial de 1999 houve certa paralisação das privatizações nesse ano. Mas apesar de o Estado ter perdido até então 76% de seu patrimônio, ainda havia patrimônio público. Com isso o programa retornou a toda carga em 2000. Continuou a alienação do setor elétrico e dos bancos estaduais e avançou a do patrimônio da Petrobrás. No setor elétrico, a principal empresa “privatizada” foi as Centrais Elétricas de Pernambuco (Celpe). No caso da

Petrobras, venderam-se, em agosto de 2000, as ações ditas excedentes em relação à garantia do controle acionário, por um valor total de US\$ 4 bilhões, ao qual se somaram mais US\$ 808 milhões arrecadados em julho do ano seguinte. Vale destacar que 67% desse montante foram adquiridos por grupos estrangeiros. Some-se a isso o fato de a Agência Nacional do Petróleo ter leiloado importantes reservas de petróleo. Diante de tão importante oferta, o capital estrangeiro prosseguiu a entrada maciça na economia nacional, contribuindo, assim, para financiar o déficit das contas externas, provocado pela política de sobrevalorização do real. (SOUZA, 2008).

Na Figura 1, percebe-se que as privatizações representaram volume significativo do IDE até o ano de 2002. Pode-se destacar que depois de 2000 o ingresso líquido de IDE em % do PIB sofre oscilações significativas, com quedas abruptas em 2003, 2005 e 2009. Mas a partir da crise internacional de 2008, o IDE tem apresentado trajetória crescente, sendo mais do que suficiente para cobrir o déficit em transações correntes do Balanço de Pagamentos.

Figura 1 – Ingresso líquido de IDE em % do PIB, 1995 a 2011.



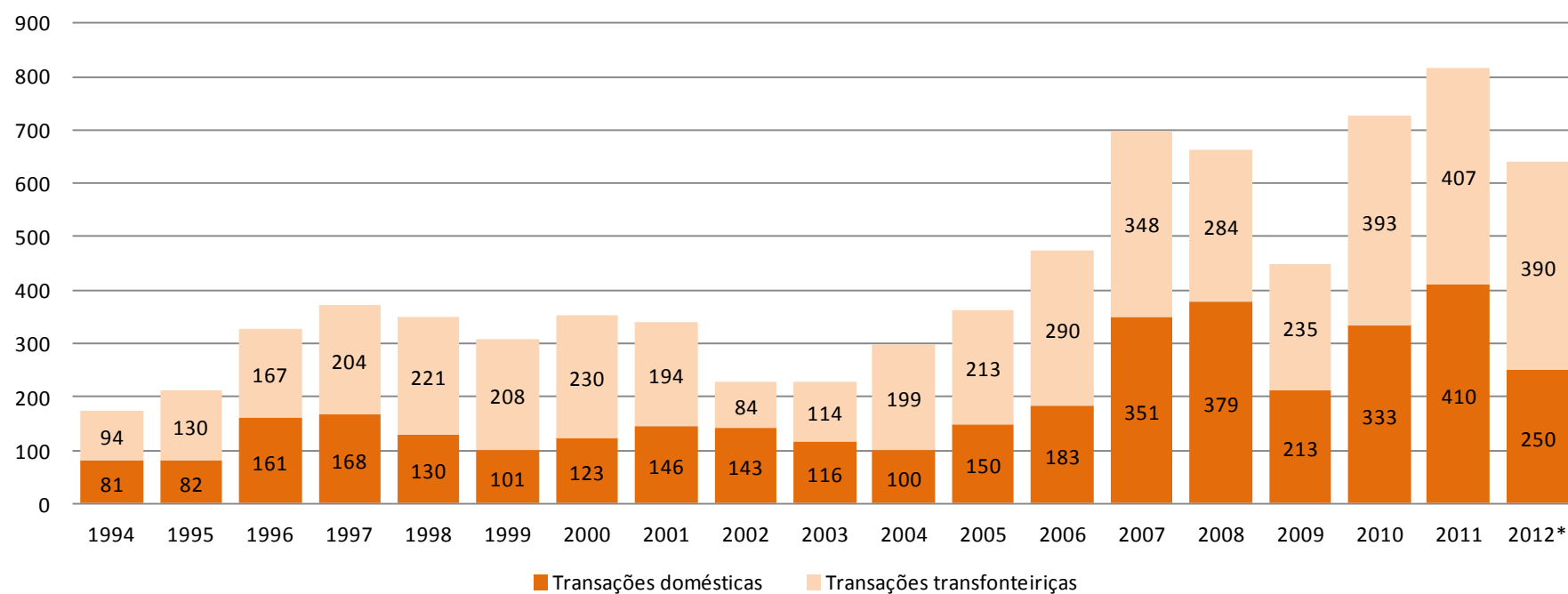
Fonte: Banco Central do Brasil – Relatório de Inflação, setembro de 2011.

Apesar da queda na produção e do baixo otimismo doméstico, o ingresso de investimentos estrangeiros diretos para aquisições de participação no capital de empresas do setor

industrial somou US\$ 12,9 bilhões no primeiro semestre deste ano, um aumento de 33% em relação aos primeiros seis meses de 2011. Esse interesse do capital estrangeiro por aquisições no Brasil pode ser explicado pela desvalorização do Real, o que barateou a compra de ativos no Brasil, e pelo robusto mercado consumidor brasileiro. Dentro da Indústria, setor que prevaleceu como destino, os ramos que mais receberam aporte nesse período foram depois da metalurgia, o farmacêutico e o alimentício. Especialistas avaliam que, apesar do momento ruim enfrentado pela Indústria, que deve ter desempenho negativo em 2012, para empresas estrangeiras que precisam lidar com perspectivas de recuperação muito moderada do consumo no longo prazo, uma escolha natural é procurar aumentar a exposição ao mercado interno brasileiro, ainda um ativo importante. No Brasil, o curto prazo é de baixo crescimento, mas essa não é a estimativa para o futuro. Também é importante ressaltar que fatores conjunturais também podem ter influenciado nesse movimento, como por exemplo, o corte significativo de 4,5 pontos percentuais na Selic, na medida em que a redução da taxa de juros influencia mais as perspectivas para o setor produtivo de bens de consumo do que de serviços.

Mas, seguindo o intuito deste trabalho, é relevante ressaltar que não necessariamente o significativo fluxo de compras de participação no capital de indústrias brasileiras vai se traduzir em aumento da formação de capital físico. Os dados do Banco Central do Brasil não fazem distinção entre investimento do tipo *greenfield* ou fusão e aquisição. No entanto, pesquisas da KPMG indicam que as compras e vendas de empresas desde 2008 tem aumentado significativamente (sofrendo leve inflexão em 2009) e que o investidor estrangeiro teve papel relevante neste movimento. Entre janeiro e setembro, a KPMG registrou número recorde de 640 operações de fusões e aquisições, alta de 5,6% em relação ao mesmo período de 2011. Desse total, mais da metade (329) foi de companhias internacionais comprando participação em empresas domésticas, sendo a liderança de das operações dos ramos de tecnologia da informação e serviços para empresas, com 135 operações no total. Tais dados em si já dão significado à preocupação com relação à qualidade do IDE uma vez que comprovam sua natureza patrimonial e seu direcionamento para setores que não produzem exportáveis, ou seja, não contribuiu com a entrada de divisas.

Gráfico 7 - Evolução anual do número de transações, 1994 - 2012



Fonte: KPMG – Elaboração própria.

***Valor referente ao acumulado dos nove primeiros meses.**

Figura 2 – Total acumulado de transações de Fusão & Aquisição no Brasil, 1994-2012.

Total acumulado de transações por setor, desde o início do “Plano Real”
Accrued total of transactions by sector, since the beginning of the “Real Plan”

#	setor / sector	12*	11	10	09	08	07	06	05	04	03	02	01	00	99	98	97	96	95	94	total
1º	Tecnologia da Informação (TI) / <i>Information Technology (IT)</i>	83	90	85	58	73	56	46	49	22	28	13	36	57	28	8	8	11	7	8	766
2º	Alimentos, bebidas e fumo / <i>Food, beverages and tobacco</i>	35	44	42	39	54	66	43	36	36	22	29	32	36	25	36	49	38	24	21	707
3º	Telecomunicações e mídia / <i>Telecommunication & media</i>	23	34	28	23	19	27	28	21	32	21	22	27	26	47	31	14	5	8	5	441
4º	Instituições financeiras / <i>Financial institutions</i>	19	35	28	22	23	19	21	19	19	16	20	17	18	16	28	36	31	20	15	422
5º	Companhias energéticas / <i>Energy companies</i>	24	42	36	19	24	25	61	16	12	17	16	36	20	10	11	17	9	1	0	396
6º	Publicidade e editoras / <i>Advertising and publishing houses</i>	20	29	26	22	26	35	19	19	17	12	12	19	23	17	19	9	5	2	3	334
7º	Metalurgia e siderurgia / <i>Metallurgy and steel</i>	3	15	14	6	20	31	38	25	19	14	13	15	11	9	23	18	17	9	11	311
8º	Serviços para empresas / <i>Company services</i>	52	41	30	18	18	35	17	5	9	9	7	9	5	8	13	6	8	1	2	293
9º	Produtos químicos e petroquímicos / <i>Chemical and petrochemical products</i>	12	16	19	9	17	39	21	18	7	5	4	7	12	6	25	22	18	13	14	284
10º	Petróleo e gás / <i>Oil & gas</i>	16	29	34	8	19	6	8	14	16	7	26	40	28	6	1	3	4	4	2	271
11º	Seguros / <i>Insurance</i>	10	31	16	24	27	4	6	16	10	10	5	7	6	9	15	24	16	9	8	253
12º	Imobiliário / <i>Real Estate</i>	24	46	41	23	41	51	Em 2007 foi determinada uma categoria para o setor Imobiliário, anteriormente classificado em "Outros". In 2007 was denominated a new category for the Real Estate sector, previously classified in the "Others" category.													226
13º	Eletroeletrônico / <i>Electric & electronic equipments</i>	15	19	11	15	8	18	14	9	3	1	4	2	5	5	9	19	15	14	5	191
14º	Produtos químicos e farmacêuticos / <i>Chemical and pharmaceutical products</i>	21	21	18	12	9	12	15	13	10	4	4	4	6	6	4	4	10	11	4	188
15º	Partes e peças automotivas / <i>Automobile parts</i>	11	13	12	9	9	10	10	5	4	1	4	7	6	13	20	16	11	11	4	176
16º	Transportes / <i>Transports</i>	8	26	16	8	13	17	11	9	11	4	4	8	5	1	11	7	6	4	1	170
17º	Shopping Centers	24	20	20	2	17	51	5	1	1	1	4	2	2	1	2	4	2	0	1	160
18º	Mineração / <i>Mining</i>	19	20	24	9	27	13	9	2	2	1	5	4	6	1	0	0	0	0	0	142
19º	Lojas de varejo / <i>Retail outlets</i>	12	16	15	11	8	4	15	9	1	2	2	6	5	7	6	8	7	2	1	137
20º	Produtos de engenharia / <i>Engineering products</i>	11	14	15	2	13	12	1	0	2	4	7	4	7	6	7	9	9	5	2	130
21º	Educação / <i>Education</i>	15	27	20	12	53	Em 2008 foi determinada uma categoria para o setor Educação, anteriormente classificado em "Outros". In 2008 was denominated a new category for the Education sector, previously classified as "Others".													127	
22º	Construção e produtos de construção / <i>Construction & construction products</i>	10	8	15	0	6	3	7	11	2	3	2	2	5	13	10	8	15	2	3	125

* Refere-se ao período de Janeiro a Setembro. / *Refers to the period from January to September.*

Fonte: KPMG

(cont.)

Total acumulado de transações por setor, desde o início do "Plano Real"
Accrued total of transactions by sector, since the beginning of the "Real Plan"

#	setor / sector	12*	11	10	09	08	07	06	05	04	03	02	01	00	99	98	97	96	95	94	total
23º	Supermercados / Supermarkets	4	5	5	5	2	6	0	6	3	5	4	8	10	24	13	9	2	0	2	113
24º	Madeira e papel / Wood and paper	2	4	9	6	4	7	8	2	3	4	1	9	7	5	9	14	4	7	7	112
25º	Açúcar e álcool / Sugar and ethanol	6	15	26	13	14	25	Em 2007 foi determinada uma categoria para o setor Açúcar e álcool, anteriormente classificado em Produtos químicos e petroquímicos. In 2007 was denominated a new category for the Sugar and ethanol sector, previously classified as Chemical and petrochemical products.													99
26º	Hospitais e lab. de análises clínicas / Hospitals and clinical analysis labs	12	12	13	8	21	12	5	0	1	1	2	0	2	1	1	0	4	0	0	95
	Hotéis e restaurantes / Hotels and restaurants	11	12	12	7	15	12	6	2	2	1	0	1	1	1	2	0	4	2	4	95
28º	Serviços portuários e aeroportuários / Port and airport services	14	14	13	8	6	2	6	3	3	2	1	4	1	2	2	2	4	2	2	91
29º	Higiene / Hygiene	2	12	16	11	6	1	4	4	7	1	3	7	1	1	2	4	4	1	1	88
30º	Aviação / Aviation	8	5	10	7	2	3	11	6	3	2	1	2	1	1	1	2	2	5	3	75
31º	Cimento / Cement	3	2	10	3	7	4	4	2	4	1	3	3	3	6	1	6	5	5	0	72
	Empresas de internet / Internet companies	47	25	Em 2011 foi determinada uma categoria para o setor Empresas de Internet, anteriormente classificado em Telecomunicações & Mídia. In 2011 was denominated a new category for the Internet Companies sector, previously classified as Telecommunication & Media.																	72
33º	Têxteis / Textiles	2	1	3	1	1	4	2	5	3	6	0	0	0	6	8	8	4	8	7	69
34º	Vestuário e calçados / Clothing and shoes	6	13	7	1	11	12	3	2	0	1	0	1	5	0	0	1	0	0	0	63
35º	Embalagens / Packaging	3	9	7	2	1	4	1	1	2	2	1	0	4	3	3	4	4	8	1	60
36º	Montadoras de veículos / Vehicle assembly	8	7	1	7	5	4	0	0	2	0	0	2	0	2	3	0	6	4	8	59
37º	Serviços públicos / Public services	7	3	8	1	7	1	0	5	0	0	0	0	1	5	2	1	4	1	0	46
38º	Fertilizantes / Fertilizers	6	7	7	0	1	0	1	2	1	1	0	2	5	1	4	0	0	0	1	39
39º	Indústrias extrativistas / Extractive industries	0	1	2	1	0	0	0	2	0	3	0	1	1	1	0	4	5	9	3	33
40º	Design e projetos gráficos / Design and graphic projects	1	2	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1	1	0	1	5	2	0	0	16
41º	Ferrovário / Railways	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	0	2	2	0	0	7	1	0	15
42º	Revenda de veículos / Vehicle resale	1	3	Em 2011 foi determinada uma categoria para o setor Revenda de Veículos, anteriormente classificado em "Outros". In 2011 was denominated a new category for the Vehicle Resale sector, previously classified as "Others".																	8
43º	Outros / Others	30	29	11	22	35	67	26	24	30	18	6	15	19	14	20	31	30	12	26	461
Total geral / General total		640	817	726	454	663	699	473	363	299	230	227	340	353	309	351	372	328	212	175	8.031

* Refere-se ao período de Janeiro a Setembro. / Refers to the period from January to September.

Fonte: KPMG

Assim como para os dados da década de 1990, convém analisar o peso dos setores da economia brasileira como destino do Investimento Estrangeiro Direto. O primeiro ponto relevante a ser destacado da Tabela 4, é o aumento de participação da Agricultura, pecuária e extrativa mineral, que havia atingido valor máximo com 3,5% em 1990 e chega a 11,53% em 2003. Tal mudança evidencia a importância dada no período ao agronegócio, reflexo da estratégia de crescimento econômico através do *drive exportador*. A Indústria apresentou significativa recuperação do IDE, sendo destino de mais de 50% do mesmo em 2004. E na contramão, o setor de Serviços teve sua partição como destino, diminuída na distribuição desse tipo de investimento.

Tabela 5 – Investimento direto estrangeiro – Distribuição por atividade econômica de destino em %, 2001-2006.

Atividade econômica	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Agricultura, pecuária e extrativa mineral	7,1	3,4	11,5	5,3	10,2	6,1
Indústria	33,3	40,2	34,9	52,8	29,8	39,3
Serviços	59,6	56,4	53,6	41,9	60,1	54,5
Total geral	100	100	100	100	100	100

Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

Na Tabela 5, que apresenta a distribuição do investimento direto estrangeiro por atividade econômica de destino, percebe-se que a Agricultura, pecuária e a atividade extrativa tiveram aumento significativo de sua participação nos anos de 2008 e 2010, sendo que em 2008 tal taxa era muito próxima da Indústria. Esse aumento expressivo está claramente associado à fase ascendente do ciclo de preços de *commodities* no plano internacional. Trata-se do ano no qual é possível ver uma distribuição mais homogênea. A participação da Indústria teve aumento em trajetória crescente, com exceção da inflexão que se observa em 2010, quando há diminuição na taxa de participação em 14%. Até a metade do atual ano de 2012, observa-se que esse setor já é predominante como destino no IDE. E por fim, o setor de Serviços é aquele que teve mais oscilação ao longo do período, tendo o ponto mais baixo em 2010 recebendo 32,1% do IDE total e o mais alto em 2007, com 49,1%.

Tabela 6 – Investimento direto estrangeiro – Distribuição por atividade econômica de destino em %, 2007-2012.

Atividade econômica	2007	2008	2009	2010	2011	2012*
Agricultura, pecuária e extrativa mineral	14,8	29,6	14,7	23,0	14,8	13,7
Indústria	36,1	31,9	39,2	44,9	38,6	47,7
Serviços	49,1	38,5	46,1	32,1	46,6	38,6
Total geral	100	100	100	100	100	100

Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

*** Valores referentes aos meses de Janeiro a Junho.**

Na Tabela 8 que traz a distribuição do Investimento Direto Estrangeiro por país de origem dos recursos, pode-se notar que apesar da oscilação, o posicionamento dos Estados Unidos como principal investidor direto no país permanece ao longo dos anos de 2001 a 2006, com uma média de 19,3%. O segundo lugar é ocupado pela Espanha, que vinha aumentando sua importância de forma significativa na segunda metade da década passada, mas que perde metade da sua participação na primeira década de 2000. Seguiram o mesmo movimento França, Portugal e Ilhas Virgens. Os principais destaques na contramão foram os Países Baixos que passou de 8,99% para 15,72%, o Canadá que quase triplicou seu peso e a Suíça que passou de 0,86% para 7,34%.

Tabela 7 – Distribuição do Investimento Direto Estrangeiro por país de origem dos recursos em %, 2001-2006.

País	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Estados Unidos	21,22	13,92	18,47	19,63	21,58	19,94
Espanha	13,15	3,13	5,51	5,21	5,67	6,81
França	9,09	9,67	6,40	2,40	6,78	3,35
Países Baixos (Holanda)	8,99	17,96	11,20	38,02	14,91	15,72
Ilhas Cayman	8,34	8,28	14,80	7,51	5,01	8,88
Portugal	8,04	5,43	1,56	2,81	1,55	1,35
Alemanha	4,98	3,35	3,93	3,92	5,90	3,82
Ilhas Virgens (Reino Unido)	4,33	2,67	4,25	1,21	1,18	1,26
Japão	3,93	2,69	10,61	1,20	3,62	2,91
Bermudas	2,88	7,82	4,83	1,04	0,18	2,32
Canadá	2,10	5,27	0,91	2,92	6,67	5,78
Reino Unido	1,98	2,53	1,97	1,36	0,71	1,78
Luxemburgo	1,35	5,39	1,85	3,69	0,65	3,35
Itália	1,34	2,52	3,03	2,12	1,61	0,90
Ilhas Bahamas	1,26	1,09	0,28	0,49	0,41	0,28
Suíça	0,86	1,85	2,60	1,80	1,59	7,34
Uruguai	0,86	1,26	1,20	0,79	0,79	1,03
Panamá	0,63	0,78	1,14	0,74	0,77	0,63
Bélgica	0,54	0,24	0,14	0,04	3,19	1,22
Chile	0,29	0,25	0,52	0,11	0,48	0,12
México	0,29	0,13	0,36	0,30	7,72	3,52
Argentina	0,27	0,47	0,59	0,40	0,52	0,56
Suécia	0,26	1,09	0,33	0,44	0,15	0,09
Coréia, República da	0,12	0,02	0,09	0,12	0,78	0,49
Demais	2,90	2,21	3,44	1,74	7,60	6,55
Total	100	100	100	100	100	100

Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

Notas: Ingressos de investimentos e conversões de empréstimos e de financiamentos em investimento direto com base nos registros constantes, no módulo IED, do sistema RDE (Registro Declaratório Eletrônico).

Conversões em dólares às paridades históricas.

Considerando a mesma distribuição para os anos de 2007 a 2010, percebe-se que a liderança é tomada pelos Países Baixos, seguido pelos Estados Unidos. Em movimento decrescente acentuado aparece Luxemburgo e no sentido contrário a Espanha, que passa de 6,42% para 11,34%.

Nota-se também que os principais países afetados pela crise financeira de 2008 não apresentaram queda significativa na sua participação como país de origem do IDE destinado ao Brasil.

Tabela 8 – Distribuição do Investimento direto estrangeiro por país de origem dos recursos em %, 2006-2010.

País	2007	2008	2009	2010
Países Baixos (Holanda)	24,08	10,54	18,79	26,04
Estados Unidos	17,92	15,76	16,02	19,26
Luxemburgo	8,47	13,53	1,76	4,50
Espanha	6,42	8,63	11,22	11,34
Alemanha	5,21	2,36	8,08	2,48
Cayman, Ilhas	4,76	3,54	3,59	2,28
Bermudas	4,44	2,37	1,18	1,25
França	3,60	6,51	7,02	4,68
Reino Unido	2,98	1,46	3,37	3,01
Suíça	2,55	1,76	1,21	2,29
Canadá	2,43	3,28	4,50	2,13
Chile	2,12	0,60	3,37	1,16
Bahamas, Ilhas	1,79	2,50	0,17	0,20
Australia	1,46	2,63	2,32	0,93
Portugal	1,39	2,34	1,24	1,14
Japão	1,38	9,34	5,49	4,22
México	1,21	0,50	0,55	2,96
Virgens, Ilhas (Britânicas)	1,10	2,38	1,32	0,98
Coréia, República da	0,79	1,44	0,43	0,26
Itália	0,77	0,74	0,71	1,02
Noruega	0,76	0,40	2,19	0,54
Austria	0,34	0,21	0,16	1,07
Bélgica	0,25	0,17	0,30	1,25
Argentina	0,21	0,29	0,26	0,51
Suécia	0,17	0,12	0,70	0,69
Antilhas Holandesas	0,09	1,09	0,02	0,14
Demais	3,31	5,52	4,01	3,67
Total	100	100	100	100

Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

***Coordinated Direct Investment Survey (CDIS) – Elaboração própria.**

Notas: 1/ Ingressos de investimentos e conversões de empréstimos e de financiamentos em investimento direto com base nos registros constantes, no módulo IED, do sistema RDE (Registro Declaratório Eletrônico).

Conversões em dólares às paridades históricas.

Capítulo III: A renda do Investimento Direto

Nesse último capítulo o foco recai sobre a conta de Rendas do Investimento Direto do Balanço de Pagamentos, com a qual se analisa a composição das remessas enviadas ao exterior.

3.1 Rendas do Investimento

Levando-se em consideração o fato de que apesar de o IDE possuir uma contrapartida direta na produção, ele também aumenta a vulnerabilidade externa na medida em que possui “efeito passivo externo” (e compromisso de remessas de lucros periódicas), especialmente quando esse processo não é acompanhado de uma estratégia de inserção internacional que contemple aumento das receitas em moeda forte, principalmente as exportações. Torna-se valiosa a análise da rubrica Rendas e suas aberturas, como será feita nessa seção e na seguinte desse capítulo.

No Gráfico 8, que traz os rendimentos líquidos em % do PIB, calculados sob o critério acumulado em 12 meses para os anos de 1991 a 2012, pode-se ver claramente o fluxo de Rendas não sofreu muitas oscilações, mas sim algumas poucas e significativas. De 1991 a 1996 há uma redução em 1,28 pontos percentuais na saída de capitais contabilizados nessa rubrica, na medida em que parte-se de -2,53% para 1,23% nesse período. A partir de 1996 tem início um movimento acentuado de aumento na saída desses fluxos que chegam a -3,68% do PIB em meados de 2002, o que significa um aumento em 2,40 pontos percentuais. Nota-se que durante um ano, iniciado no final de 1999, há uma leve inflexão, mas a mesma não é grande o suficiente para representar uma reversão completa na tendência de saída de capitais com a remuneração dos investimentos. E o último grande movimento é de queda na saída desses fluxos, que chegam a -1,62% do PIB no terceiro trimestre de 2012 ou US\$ 8.382 milhões em números absolutos. Entre as três classificações de investimentos que compõem a rubrica Rendas, é a Renda de Outros Investimentos, ou seja, gasto com juros, que seguiu mais de perto a conta mãe: em 1991 as duas têm uma diferença entre si em 0,5 pontos percentuais; mas em 1999 já se verifica diferença de 19 pontos, sendo a maior no terceiro trimestre de 2002, com 2,71 pontos percentuais. Ainda com

relação às despesas com juros, vale notar que ela apresenta significativa melhora ao longo desses vinte e dois anos estudados, saindo de -2.25% em no terceiro trimestre de 1991 (o maior fluxo de saída verificado durante todo o período) para -0.22% atualmente, o que mostra mudanças quantitativas e qualitativas na composição do estoque de passivos externos brasileiros. Tais mudanças parecem mais estruturais e, tomados alguns cuidados, é de se prever a continuidade de uma situação mais folgada relativa a esse item.

Em segundo lugar, pode-se destacar a Renda do Investimento em Carteira por ser a conta que passou a acompanhar de perto a rubrica Rendas a partir de 1996. Em 1991, refletindo o baixo saldo na entrada tipo de investimento, as saídas de rendimentos desse capita investimento também eram baixas (-0,08% do PIB no primeiro trimestre), mas as mesmas passam a aumentar gradualmente, até atingirem -1,74 % do PIB ao final de 2001. A partir de 2003, esse movimento de saída mostra significativa deaceleração até 2008 quando as saídas se estabilizam em torno de -0,50 % do PIB, nível na qual permanecem até hoje. Com relação a essas saídas,

E por último, a Renda de Investimento Direto, que nos interessa realmente nesse trabalho, apresenta comportamento destoante das outras duas apresentadas anteriormente, uma vez que apesar de não oscilar bruscamente, ela sofreu aumento ao longo do período estudado. A retração com esse tipo de “despesa” passa a ocorrer a partir de 2008, quando passa de -1,69% do PIB (seu ponto mais baixo) para -0,93%, o dado mais recente no gráfico. Vale assinalar que em 2006, pela primeira vez nos cinquenta anos anteriores, as remessas líquidas de juros foram superadas pelas relativas a lucros e dividendos, que se tornaram as mais representativas na conta de transações correntes. A trajetória crescente das remessas brutas de lucros e dividendos de IDE reflete a evolução tanto do estoque desse investimento, na modalidade participação do capital como, quanto da taxa d retorno desse capital. Também vale salientar que a taxa de remuneração do estoque de IDE-participação no capital depende da lucratividade das empresas receptoras do investimento, estando, portanto, correlacionada ao nível de atividade doméstica. Nesse sentido, o comportamento dos lucros e dividendos difere da remuneração da dívida externa, na qual os juros são definidos a partir de uma taxa pré-acordada, contratual, e não guardam relação com os ciclos econômicos internos.

Em números absolutos, as remessas de lucros e dividendos do Brasil ao exterior voltaram a crescer recentemente. Após cinco meses seguidos de queda, as remessas somaram US\$ 2,355 bilhões em outubro desse ano, a maior cifra para meses de outubro já apurada pelo

Banco Central do Brasil (BCB) e valor mais de 50% acima do verificado no mesmo mês do ano anterior (US\$ 1,558 bilhão). Esse aumento é visto pelo BCB como um sinal da aceleração da atividade econômica, que se traduz em maior remuneração por parte das empresas aos acionistas estrangeiros. A instituição também apresenta uma expectativa de que essas remessas aumentem ao longo do ano de 2013, o que pode ser negativo do ponto de vista do financiamento externo.

3.2 Renda do Investimento Direto

Através do Gráfico 9, no qual é feita a análise da Renda do Investimento Direto líquida no Brasil em % PIB, percebe-se que a mesma é composta basicamente pela remessa de lucros e dividendos, já que a partir de 1996 o Juro de Empréstimo intercompanhia se estabiliza em níveis baixos, oscilando daquele ano até os dias de hoje entre -0,20% e 0% do PIB. Mas esses fluxos nem sempre estiveram em baixos níveis: em 1991, ele representava 0,03% do PIB, mas há partir de 1993 assiste-se a uma saída significativa desses pagamentos até o final de 1994, quando as saídas representam -0,43% do PIB.

Os Lucros Reinvestidos no Brasil tem saldo praticamente nulo durante todo o período e deixa de ser contabilizado a partir de 1999. A maior saída analisada é vista no início da série, em 1992, com -0,09%. Já as Remessas de Lucros e Dividendos, oscilaram de modo intenso, mas formaram ao longo dos anos analisados uma tendência de intensificação na saída desses fluxos de capitais. Em 1991, tem-se -0,32% do PIB, valor que só não é o mais alto porque entre 1994 e 1998 houve uma forte reversão no movimento de saída. É nesse período que se pode observar a maior alta, em 1996 (-0,05% do PIB). A partir de 1998 há envio intenso de remessas com lucros e dividendos até o final de 2008, quando é atingido -1,63 % do PIB. A crise internacional de 2008 faz com que novamente haja uma diminuição na saída de capitais, tendência que permanece até os dias atuais, com -0,83% do PIB.

A composição quantitativa da conta Renda de Investimento Direto reitera a preocupação que foi defendida nesse trabalho com relação aos setores destinos do IDE que se dirige ao Brasil, ainda mais quando se constata que o déficit nas remessas de lucros de empresas transnacionais aqui instaladas (Rendas de Investimento Direto) apresenta tendência estrutural e contínua de piora (como verificado no Gráfico 9), com alguns momentos de saídas mais agudas e resultado líquido quase sempre abaixo de 1% do PIB desde 2006. A explicação mais óbvia para

esse resultado é o contínuo processo de aumento do IDE no país, atualmente a forma predominante de financiamento do déficit em Conta Corrente. Este também é um fator estrutural e positivo da economia brasileira, que tende a se ampliar, mas que acarreta saídas cada vez maiores de dólares e ampliar o déficit em Conta Corrente.

Gráfico 8 – Rendas – Distribuição por tipo de investimento em % do PIB – 1991-2012.

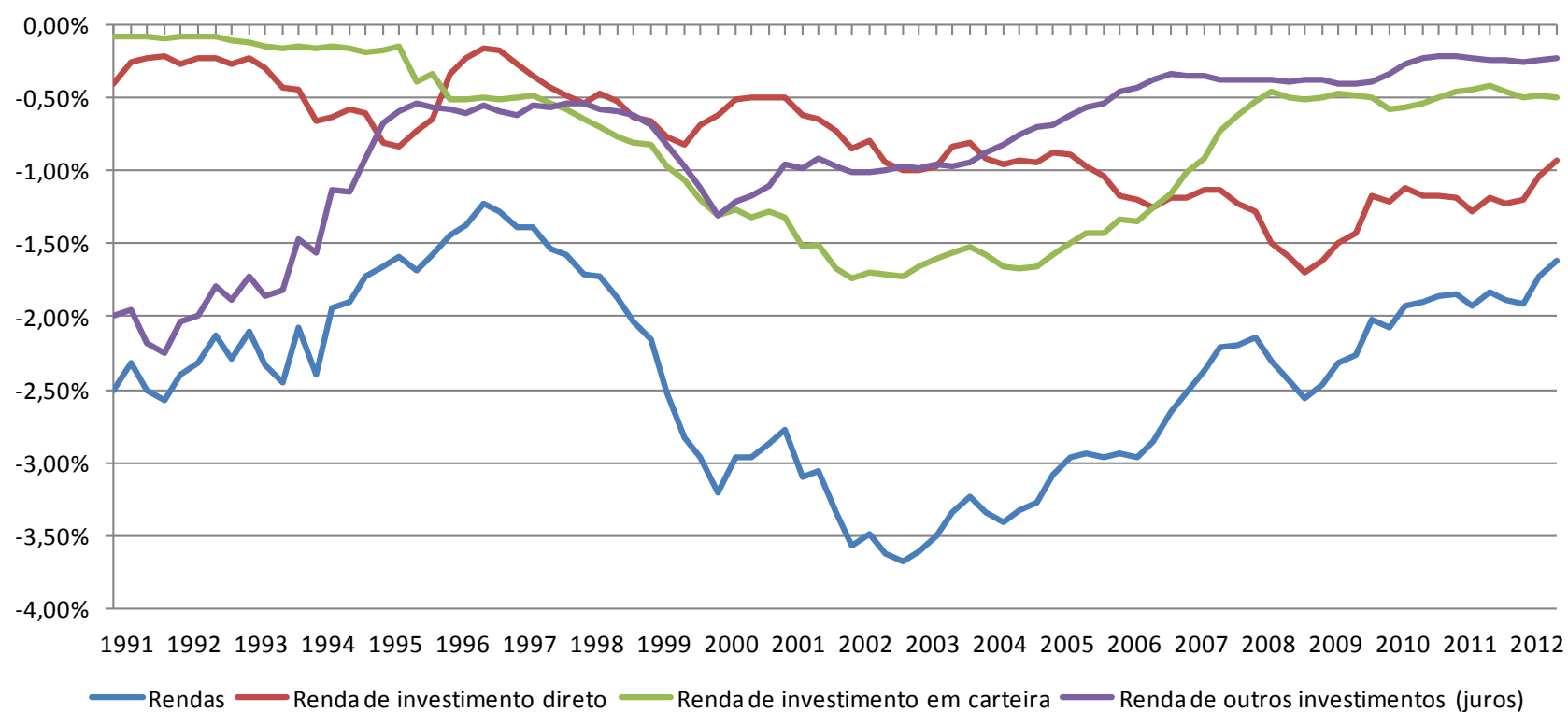
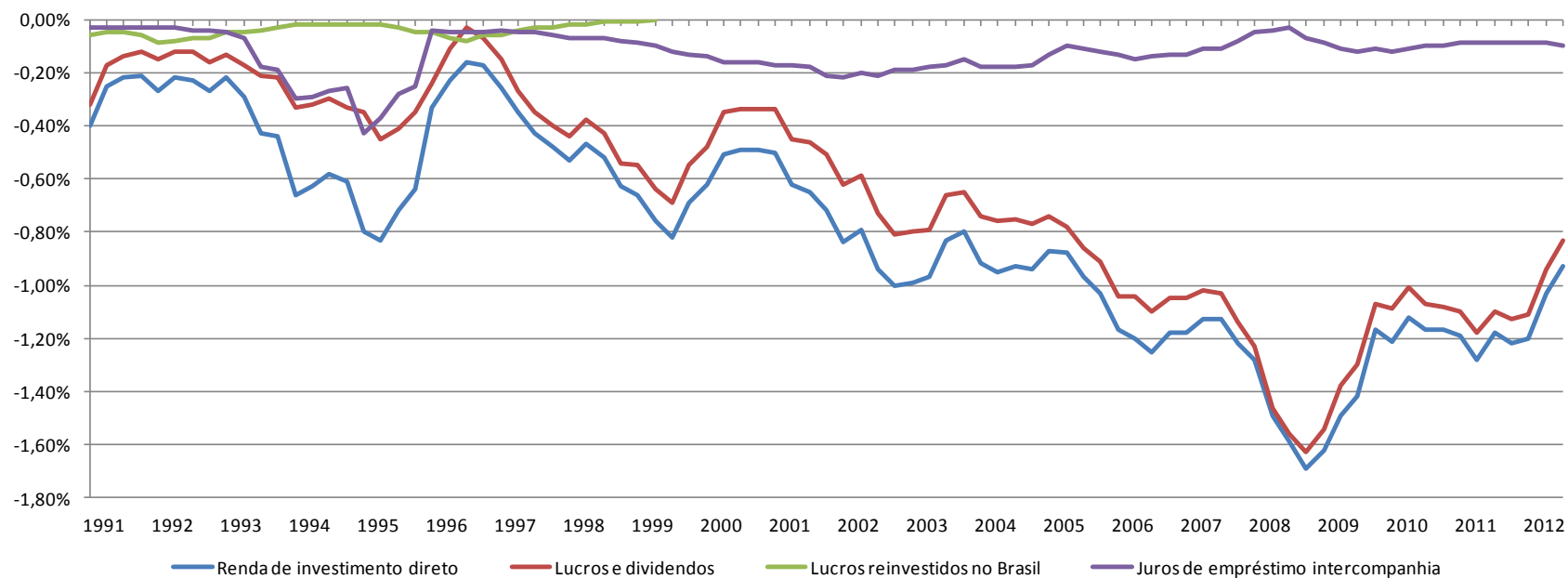


Gráfico 9 – Rendas do Investimento Direto em % do PIB – 1991-2012.



Fonte: Banco Central do Brasil – Elaboração própria

Obs: Lucros reinvestidos no Brasil deixaram de ser contabilizados a partir de 1999.

Conclusão

Em suma, esse trabalho buscou destacar as diferenças existentes entre os fluxos de capitais estrangeiros que entraram no país ao longo das duas décadas estudadas. Na década de 1990, observou-se um movimento crescente do déficit em transações correntes a partir de 1994. Tais déficits contavam com fluxos de financiamento externo altamente voláteis por serem compostos em grande parte por investimento em carteira e outros investimentos. Mas ao longo dos anos se observou um crescente aumento de investimento direto estrangeiro que se dirigiu ao país atraído principalmente pelos pacotes de privatização anunciados pelo governo. No momento em que se deflagra a Crise Cambial de 1999, fica claro para o governo brasileiro a vulnerabilidade externa de sua economia, incapaz de fechar suas contas externas devido à fuga de capitais e à pressão adicional provocada pelas empresas privatizadas, que além de não aportarem divisas para o país, remetiam lucros e dividendos ao exterior.

Resumidamente, pode-se dizer que após 2008, apesar do cenário atual de déficits em transação corrente repetir o cenário da década de 1990, enquanto na segunda metade eles giraram em torno de -3% do PIB - no critério acumulado em 12 meses, após a crise internacional de 2008, sua média foi de -1,7% do PIB, valor significativamente menor. Em ambos os períodos o governo contou com quantidades elevadas de reservas e altos índices de financiamento para evitar crises. Mas o trabalho verificou que diferentemente da primeira década estudada, dessa vez o país conta com fluxos proporcionalmente maiores do investimento direto menos volátil, o IDE como se verificou no segundo capítulo do presente trabalho. Esse investimento esteve em níveis próximos a 3% do PIB, grande o suficiente para financiar a conta corrente. Adicionalmente, deve-se destacar que os fluxos recentes não contam com parcelas significativas voltadas a processos de privatização e que eles se dirigem principalmente à indústria. Sendo assim, o cenário atual parece bem distinto e muito mais seguro do que aquele anterior à Crise de 1999.

Mas, além da análise do financiamento externo como um dos componentes para a redução ou não da vulnerabilidade externa, pode-se levar em consideração os outros fatores envolvidos nessa questão, como o cenário internacional, apontado por Biancareli (2012): os graves problemas – fiscais, “federativos”, financeiros e, crescentemente, políticos e diplomáticos – vividos pela Zona do Euro surgem neste contexto como ingredientes adicionais de incerteza, pressões deflacionárias (principalmente pelo teor das políticas adotadas e recomendadas) e maior

sobrecarga da política monetária. Pensando no mundo como um todo, ainda mais diante de uma importante desaceleração chinesa já em curso, não se vislumbra uma nova fonte de crescimento ou qualquer alteração mais profunda que permita projetar um quadro muito distinto para os próximos anos. O cenário financeiro, assim como o comercial, é, portanto, diferente, mas não totalmente oposto ao do pré-crise. Falta dinamismo pela não superação dos problemas de fundo que levaram à crise, o comércio internacional segue cambaleante e elevam-se os riscos de protecionismo, sobram fontes de incerteza e especulação, mas se recuperaram duas características essenciais daquele arranjo: o excesso de liquidez global e a especulação com os preços de *commodities*.

E com relação à natureza do IDE, ponto de destaque desse trabalho, percebe-se que no que diz respeito às formas de expansão das empresas na qual ganha destaque as operações de F&AS. Embora essa forma de expansão não seja necessariamente concorrente ou alternativa ao *greenfield* há indicações de que, no Brasil, em vários casos, as primeiras foram uma alternativa as segundas, retirando dinamismo do crescimento. Em vários segmentos produtivos as análises comprovaram a existência desse padrão no qual prevalece a combinação de baixa taxa de investimento em *greenfield*, elevado IDE e numerosas operações de F&A, tal como observado na indústria de alimentos, supermercados, petroquímica, farmacêutica e segmentos de bens de capital. Através dos dados da KPMG, pode-se verificar que o número de operações de fusões e aquisição no Brasil nunca esteve tão alto, enquanto o IDE manteve-se relativamente constante após se recuperar em 2009 da crise internacional de 2008. Sendo assim, conclui-se que as operações de F&A ganham cada vez mais participação como tipo de investimento, reforçando o caráter patrimonial do mesmo.

A partir de tudo o que foi exposto acredita-se que apesar das mudanças positivas pelas quais o Brasil tem passado no que diz respeito às suas contas externas e ao seu financiamento, ainda não é possível que se afirme categoricamente que a questão da vulnerabilidade externa da economia brasileira ficou no passado.

Referências

- AVERBUG, A., GIAMBIAGI, F. (2000). “A Crise Brasileira de 1998/1999 - Origens e Consequências”. Texto para discussão 05/2000. BNDES. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br>
- BARBOSA, F. H. e Barros, O. (2009). “Os determinantes de longo prazo das contas externas brasileiras”. In: Giambiagi, F. & Barros, O. (orgs, 2009). Brasil pós-crise. Rio de Janeiro: Campus.
- BATISTA Jr., P. N. (1996), “O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina”. Estudos Avançados n. 28, set/dez 1996.
- BATISTA Jr., P. N. (2000), A economia como ela é... São Paulo: Boitempo, 2000, 426 p.
- BAUMANN, R.; CANUTO, O; GONÇALVES, R. (2004), Economia Internacional: teoria e a experiência brasileira. Rio de Janeiro: Campus, 2004.
- BELLUZZO, L.G.; ALMEIDA, J.G. (2012), Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BIANCARELI, A. M. (2003), Liberalização financeira, fluxos de capital, financiamento externo: três momentos de um debate no Brasil (1989-2002). Campinas: IE/UNICAMP. Tese de Doutorado, 2003.
- BIANCARELI, A. M. (2010), “Riscos na travessia?”. In CARNEIRO, R. M. & MATIJASCIC, M. (org.), Desafios do Desenvolvimento Brasileiro. Campinas: IE-Unicamp/IPEA.
- BIANCARELI, A. M. (2012), “Uma nova realidade do setor externo brasileiro, em meio à crise internacional?” mimeo.
- CARNEIRO, R. M. (2002), Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo/Campinas: Ed. Unesp/IE-Unicamp, 2002, 423 p.
- CARNEIRO, R. M.; MARCOLINO, L.C. (2010), Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude, 2010.
- CARNEIRO, R.M.; MATIJASCIC, M. (2011) Desafios do desenvolvimento brasileiro. Brasília: Ipea, 2011.
- COUTINHO, L, & BELLUZZO, L. G. (1996), “Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas”. Economia e Sociedade n. 7, dez. 1996.
- DUNNING, J. (1993), “Multinational enterprise and the global economy”. Workingham: Addison-Wesley, 1993.
- FRAGA, E. (2011). Ritmo de endividamento no exterior bate recorde. Folha de S. Paulo, 29/03/2011.
- GONÇALVES, R. (2002), “A empresa transnacional”. In: KUPFER, D.; Hasenclever, L. (Org.) Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil. Rio de Janeiro: Campus, 2002, cap. 16.
- HIRATUKA, C. (2002), “Empresas transnacionais e comércio exterior: uma análise das estratégias das filiais brasileiras no contexto da abertura econômica”. Instituto de Economia: Universidade de Campinas, 2002 (Tese de Doutorado).

- IEDI (2010). “A volta do Endividamento Externo”. Carta IEDI n. 434. Disponível em <http://www.iedi.org.br>
- LACERDA, A.C. (2004), Globalização e investimento estrangeiro no Brasil. São Paulo: Saraiva, 2004.
- LACERDA, A.C. (2006), Crise e oportunidade: O Brasil e o cenário internacional. São Paulo: Lazuli Editora, 2006.
- LAMUCCI, S. e VILLAVARDE, J. (2010). Analistas discutem a sustentabilidade do crescimento. Valor Econômico, 31/08/2010.
- LAPLANE, M. F. & SARTI, F. (2002), “O Investimento Direto Estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 1990”. Revista Economia e Sociedade n. 18, janeiro/junho 2002. Campinas: IE-Unicamp.
- LAPLANE, M.; COUTINHO, L.; HIRATUKA, C. (2003), (Orgs) Internacionalização e desenvolvimento da indústria no Brasil. São Paulo: Editora Unesp; Campinas: Instituto de Economia da UNICAMP, 2003.
- MACHADO, F. D. (2011), “Mobilidade de capitais e vulnerabilidade externa do Brasil: a nova qualidade da dependência financeira (1990:2010)”. Campinas: IE/Unicamp, Dissertação de Mestrado, 2011.
- MACHADO, T. (2012) “Investido estrangeiro aposta forte na Indústria”. Valor Econômico. 01/08/2012.
- MERCADANTE, A. (1997). “O Brasil pós-Real: a política econômica em debate”. Campinas: IE/Unicamp.
- PRATES, D. M. (1997), “Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de 90”. Campinas: IE/Unicamp, Dissertação de Mestrado, 1997, 192 p.
- PRATES, D. (2003). “A Permanência da Vulnerabilidade Externa”. Seção II, Boletim Política Econômica em Foco n. 1, mai/ago 2003. Disponível em <http://www.ieecon.net/pesquisa.htm>
- PRATES, D.M. (2006). “A inserção externa da economia brasileira no governo Lula”. Política Econômica em Foco, n. 7, Nov/abr 2006. Disponível em <http://www.ieecon.net/pesquisa.htm>
- SAMY DE CASTRO, A. et. al. (1998), “A Sustentabilidade do Endividamento Externo Brasileiro”. Texto para Discussão n. 602. Rio de Janeiro: IPEA, 1998, 33 p.
- SOUZA, N. A. (2008), “Economia Brasileira Contemporânea: de Getúlio a Lula.”. São Paulo: Atlas, 2008. Segunda edição: 2008.
- VERNON, R. (1996), “Investimento externo e comércio internacional no ciclo do produto”. In: SAVAZINI, J. A.; MALAN, P.S.; BAER, W. (1979) (Orgs.) Economia internacional (Série Anpec. Leituras de Economia). São Paulo: Saraiva, p. 89-110. Primeira edição: 1966
- ZOCKUN, M.H. (2000), “Desnacionalização e vulnerabilidade externa”, in LACERDA, A. C. (org.), Desnacionalização: mitos, riscos e desafios. São Paulo: Contexto, 2000, 141 p.